全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"凯恩斯的股票投资绩效与经济思想一样卓越。"

|巴菲特|



凯恩斯投资真经

贾斯廷·沃尔什 著 邱俊 陈召强 译

The Keynes Mutiny



中信出版社 CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



凯恩斯投资真经

贾斯廷·沃尔什 著 邱俊 陈召强 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

凯恩斯投资真经／沃尔什著，邱俊，陈召强译．—北京：中信出版社，2011.8
书名原文：The Keynes Mutiny
ISBN 978-7-5086-2912-4

I. 凯… II. ①沃… ②邱… ③陈… III. 股票投资－基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 136248 号

The Keynes Mutiny by Justyn Walsh
Copyright © Justyn Walsh 2007
Published by arrangement with Random House Australia through Bardon-Chinese Media Agency.
Simplified Chinese translation copyright © 2011 by China CITIC Press
ALL RIGHTS RESERVED.
本书仅限于中国大陆地区发行销售

凯恩斯投资真经
KAIENSI TOUZI ZHENJING

著　　者：贾斯廷·沃尔什
译　　者：邱　俊　陈召强
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座　邮编 100029）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司
开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　印　　张：17.25　　字　　数：128千字
版　　次：2011年8月第1版　　印　　次：2011年8月第1次印刷
京权图字：01-2009-7074
书　　号：ISBN 978-7-5086-2912-4/F · 2386
定　　价：39.00 元

版权所有・侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　服务热线：010-84849283
http: //www.publish.citic.com　服务传真：010-84849000
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



约翰·梅纳德·凯恩斯赋予乏味的经济学以独特的魅力。他是剑桥大学教授、布鲁姆斯伯里派的核心成员、畅销书作者、世界著名芭蕾舞演员之夫、现代宏观经济学之父、高级政府顾问、封爵的英国上院议员，同时也是国际货币基金组织和世界银行的催生者。对于大萧条时期的经济衰退，他的反应是令人振奋的，那就是"病人需要锻炼，而不是休息"，而这也预示着以管制资本主义和经济刺激为西方经济体主要特征的凯恩斯时代的到来。集敏锐洞察力、充沛精力、鲜明风格和过人才智于一身的凯恩斯，向来喜欢以深刻而尖锐的文章为武器，挑战传统智慧。

凯恩斯对钻研赚钱之术持贵族式的轻视。然而事实上，他在股票投资方面相当成功。到他去世时，他的资产净值——大部分为投资活动所得——已相当于现在的3 000万美元。在凯恩斯掌管剑桥学院基金期间，该基金总值创纪录地增长了12倍，要知道，同期市场平均收益率连两倍都不到。

在担任英国最著名的一家人寿保险公司董事长期间，据当时的记者报道，他的演讲"影响了整个伦敦，以至于他对趋势的预测会引起股市震

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荡"。凯恩斯是难得一见的天才，作为一个走出象牙塔的经济学家，无论是从理论角度还是从实践角度，他在金融市场都取得了极大的成功。

尽管凯恩斯在财务上取得了成功，但或许还会有人提出这样一个问题：如何通过对凯恩斯股市技巧的分析让现代投资者获益？毕竟，生于维多利亚时代的凯恩斯在半个多世纪前就已经去世了。他生活在一个不同的时代，一个相比于我们更为高雅的时代——凯恩斯曾这样描述自己，"一个伦敦居民……在床上啜饮上午茶"，并颇为悠闲地思索是否"冒险将自己的财富投入世界各地的新兴产业"。他投资捕鲸公司以及其他现已消失的产业，而按照编辑的要求，他发在杂志上的文章要足够长，一篇至少可以让读者喝上三杯葡萄酒。诚然，他生活在另外一个时代，在我们这个充斥着日交易者、对冲比率和网络公司的时代，对凯恩斯投资原则的评估，能让我们学到什么吗？

不要感到吃惊，这个问题的答案是非常肯定的。在初期经历了一系列的挫折之后，凯恩斯总结出了一套戒律，而这也让他在股市上取得了极为辉煌的成功。在他漫长的投资生涯即将结束时，他毫不谦虚地表示：

> **无一例外地，按我自己的方式进行的财务投资都取得了成功……在金融领域，我所遇到的困难就是说服其他人接受非传统建议。**

在相当程度上，这些非传统建议已成为当代一些非常成功的"价值投资者"的投资信条，而这些投资者中最著名的就是伯克希尔·哈撒韦公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的沃伦·巴菲特。巴菲特表示，凯恩斯的“投资表现和他的理论思想一样杰出”，并在多个场合公开承认他深受这位英国经济学家的影响。凯恩斯以清晰易懂且简洁优雅的语言书写自己的思想，这对当时乃至现代的读者来说都是非常重要的，而这一点也让他备受称道。正如他的朋友、报业巨头比弗布鲁克男爵所言，凯恩斯写出了“令人振奋的金融文学”，这是真正了不起的成就。

凯恩斯的成长环境及其个人理念深深地影响了他对金钱的态度以及对金钱的追求。因此，在对他的投资原则进行研究时，必须要了解他人生中的一些重要里程碑。凯恩斯的密友之一、破除偶像崇拜的传记作家李顿·斯特雷奇对自己的本行工作作了如下描述：

> ……获得尽可能多的资料，形成资料的海洋，进入这些资料海洋的深处，从中获取一些细小的线索，形成一些独特的故事样本，使之重见天日，再好奇、细致地检视。

同样，我们对凯恩斯在投资方面的探究也必须非常专注——我们将深入挖掘那些与凯恩斯投资理念有关系的“独特的故事样本”。同时，通过叙述这些故事，我们希望把凯恩斯漫长一生中的一个方面展现在读者面前。在此，我们将斯特雷奇的比喻作一个扩展：我们要将目光从当前所关注的领域转向更广阔的且时有波涛巨浪的海洋，而这海洋，正是约翰·梅纳德·凯恩斯一生的写照。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言 / IX

第一章 经济学家的事业转折点

1

赚钱只是娱乐 3
诞生于英雄时代 5
与众不同的男孩 7
剑桥生涯 8
国家机器的螺丝钉 10
加入叛逆团体 11
傲慢的公仆 13
辞职提议 16
窘境中的投资出路 18

第二章 市场投机

21

凯恩斯式妥协 23
投机勾当 25
不被看好的婚姻 28
我们相信黄金 30
复利机器 31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通股的狂热信徒 33
纽约的投机 34

第三章 从“愚人”那里获利

37

全民炒股时代 39
群体智慧 41
价格竞猜 43
精明的投资者 45
市场的从众心理 47
股市的赚钱效应 48
只问价格不问价值 50
预测大众心理 51
顺势投资的胜利者 53

第四章 股市清算

55

大牛市的终结 57
华尔街的噩梦 59
从财富缩水到衰退预言 61
金融危机的扩散 62
应对当下 63
价值投资理念的最早表述 65

第五章 应对大萧条的新思维

69

简单的矫正方式 71
共产主义的吸引力 73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新智慧 75
古典理论的缺陷 77
解决不确定性 78
货币问题 80
援助“看不见的手” 82
新思维方式 84

第六章 市场中的动物精神

87
在市场中避开人群 89
经典理论不可靠 91
不做决定就是最后的决定 93
风险规避的影响 94
市场的骗局 96
庞大和复杂的机制 99
投机者变为投资者 100

第七章 游戏玩家

103
非理性的“郁金香狂热” 105
民主的危险 107
确定短期目标的因素 109
“市场先生”的癫狂与清醒 111
造就巴菲特 114
远离行情 116
再次为政府效力 118

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 寻找潜力股

121

南海泡沫的破灭 123
受害的牛顿 126
抹平现价与价值的差异 128
长期有效的股市 130
合理估值 132
关注未来的收益 134
内在价值的潜力 135

第九章 安全第一的原则

139

精确性的幻象 141
感觉比数据更明智 143
虚假的定量分析 144
不要太专注于定量的数据 146
确定股票的内在价值 148
确保安全边际 150
内在价值的检验 152
关注最终收益 154
留出缓冲空间 156

第十章 与众不同的投资者

159

截然相反的投资方式 161
挑战传统思维 163
流行的危险 165
关键是选对 167

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用不确定性 169
像买日用品那样买股票 171
聪明的大多数 173
垄断企业的投资机会 175
表现较好的价值型股票 177
等待绝佳的投资机会 179
少数人的成功 182

第十一章 投资中的自我约束 185

耐心等待 187
投机的旋涡 189
利用时间获利 191
股票经纪人之害 193
学会避税 194
稳健地持有 196

第十二章 集中化还是多样化? 199

拒绝多样组合 201
鸡蛋与篮子的问题 203
满贯全垒打策略 205
投资最了解的股票 207
有风险不是坏事 209
抓住好机会 210
坚持以估值为基础 213
集中化不要走得太远 214
大量投资优质股票 216

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 投资者的分寸

219

金钱的位置 221
保持镇定 223
独立分析 225
迅速决策 227
减少借贷 229
不过度自信 232
不为情感拖累 233
保持客观和坚定 235
投资者的品性比逻辑更重要 236

第十四章 认识市场中的凯恩斯

239

对主流的叛逆 241
把握“市场先生”的情绪 243
市场的旁观者 245
核心投资法则 247
市场中的凯恩斯 249
切斯特基金的优异成绩 251
凯恩斯的成功投资 253
投资中的问题 254
失败的谈判 256
对股票投资的信心 259

致谢 262

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

1

第一章

经济学家的事业转折点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱只是娱乐

对于凯恩斯勋爵身后留下的巨额财产，不了解他的人会感到相当意外。事实上，凯恩斯勋爵是为数不多的具有赚钱实力的经济学家。

——《金融时报》，1946年9月30日

1946年9月，约翰·梅纳德·凯恩斯死后5个月，全部遗产被公之于世。他的净资产接近48万英镑，以现在的可比价格计算，约合3 000万美元。凯恩斯在伦敦一些大机构担任职位，并从他写的畅销书中获得可观的版税，但人们还是对他留下的巨额财富感到惊讶。毕竟，在此前6年的大部分时间里，他担任的是不领取薪金的财政部顾问；他的父母比他活得更长，并没有遗产留给他；同时凯恩斯还是一个慷慨的艺术捐助人，曾自己出资赞助众多文化项目，开销不小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融时报》的文章指出，毋庸置疑，这些巨额财富是凯恩斯高超理财技巧的成果。他的理财能力除了给自己的账户带来丰厚收益外，也给他管理下的财产带来了增值。作为凯恩斯的精神和智慧家园以及间或的世俗家园，国王学院也是他精明投资的受益者。《曼彻斯特卫报》在凯恩斯的《讣告》中这样写道：

> 作为剑桥所在学院的财务主管……他的成功是显而易见的，其大胆而不囿于传统的投资方法使得学院捐款获得了极大增值。

凯恩斯投资方面的才能鲜为公众所知，但在特定圈子里却是公认的事实，并深受赞誉。据说当时其他学院的财务主管慕名到国王学院取经，而凯恩斯则像卧佛一样懒洋洋地横躺着，高高在上地向热切的听众传授他的投资智慧。一名凯恩斯的同事这样写道，“由于他在伦敦金融界的影响和海内外的声誉”，当他以国家共同人寿保险协会主席的身份发表公开演讲时，市场往往会对其观点作出反应。他还在众多投资公司董事会担任董事职务，有鉴于此，他经常就股市和政府经济政策发表自己的看法，而这些观点无不备受推崇。

凯恩斯作为精明的投资家和金融市场高明玩家的这一面，与他早年的生活与信仰有些格格不入。凯恩斯是一个美学家，他心中最钟爱的是哲学与优雅的生活艺术。在学生时代，凯恩斯很少表现出对世俗事物的兴趣。而在大学毕业之后的漫长生涯中，他则一直对追求财富持有相当矛盾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的心理。他信奉弗朗西斯·培根的格言，认为金钱能使仆人变好，让主人变坏——在凯恩斯的行为守则中，金钱的好处只在于能确保维持自在的生活条件，可使人“生活得明智、愉快和体面”。正如经济学本身，金钱只是手段，无外乎“享受与实现人生的一种手段”，而赚钱之术则不过是一种“娱乐”。

金钱只是手段，无外乎“享受与实现人生的一种手段”，而赚钱之术则不过是一种“娱乐”。

在研究凯恩斯的投资行为与理念之前，理应简要了解早期生活对他的影响。我们知道，由于受到家庭传统和早年教育的影响，凯恩斯在35岁之前并未对投机与投资表现出特别的热情。

诞生于英雄时代

我喜欢这个名字给人的感觉——约翰·梅纳德·凯恩斯，听起来像是一部精彩的小说里的朴实英雄。

——凯恩斯的祖父，1883年6月6日

在19世纪末，英国依然是世界上最强大的国家——被称为“世界工厂”和“日不落帝国”。除了殖民地爆发的零星叛乱外，英国已经有数十年没有介入大的战事了。在克里米亚战争——发生于19世纪50年代中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期——之前，英国经历的最后一次欧洲大规模冲突是1815年的滑铁卢战役。英国及其盟友在滑铁卢一战中粉碎了拿破仑张扬法国荣耀的梦想。与此后恐怖且疯狂的20世纪相比，维多利亚时代可算是英国历史上引人注目的和平绿洲。

亚当·斯密关于自私的个人行动将会聚合为公德的悖论假说，以及后来达尔文提出的自然选择与适者生存假说，都成为这个时代的烙印。在这两个学说的鼓舞与影响下，19世纪末的英国社会盛行自由贸易，政府实际上也奉行放任自由的经济政策。在维多利亚女王的国家，竞争与拼搏精神盛极一时。尽管有奥斯卡·王尔德与乔治·萧伯纳等人对社会的抨击，但英国人仍热诚地信奉责任、勤劳和节俭的美德。当英国人想起他们种族特有的优越感时，这段历史足以成为英国人最引以为豪的回忆。

约翰·梅纳德·凯恩生于繁荣与社会财富稳定增长的维多利亚时代。他于1883年6月出生于剑桥大学城，他父亲是剑桥大学的经济学家，而他的母亲则是该校的第一批女毕业生。家族和朋友一般称呼这个新生的孩子为梅纳德，而他的弟弟与妹妹后来也都成为英国历史上的名人——弟弟杰弗里是一位著名的外科医生和书志学家，也是查尔斯·达尔文的孙女婿；妹妹玛格丽特则与母亲一样，成为一位著名的社会改革者，并与一位诺贝尔医学奖获得者喜结连理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与众不同的男孩

教育，就是由无知的人将难以理解的知识传授给漠不关心的人。

——据传凯恩斯曾说过这番话

一条不允许剑桥大学教师结婚的古老法令至19世纪70年代寿终正寝。凯恩斯是剑桥大学教师被允许结婚后的第一代后代中的佼佼者。凯恩斯在童年时代便展现出了过人的天赋，还是孩子的他在父亲的帮助下开始学习养生法，后来获得伊顿公学的奖学金。伊顿公学是专门培养英国皇室成员和国家精英的地方。进入伊顿公学后，凯恩斯继续展现出他在学术方面的天赋，5年学习期间共获得60多个奖项。不同于一些老伊顿人（如埃里克·布莱尔，即文学界熟知的乔治·奥威尔），凯恩斯在社交方面也十分成功，并且在第五年当选为伊顿公学的级长。

即使是在伊顿公学这样一个一般不必对权威表达谦卑的地方，凯恩斯的恃才傲物还是显得格外与众不同。伊顿公学的一名教师曾作如下评论："在有些事情上，他的表现不但难以令人满意，而且令人失望。"另一位老师则表示："(凯恩斯）给人一种印象，就是他有些知识分子的妄想症，是一个颇自命不凡的孩子。"凯恩斯机智过人，锋芒毕露——他在描述达尔文的一个儿子时写道："显然，他的手看起来就好像是从猿进化而来的。"他还抱怨某个老师上课"让人昏昏欲睡，无趣得让人难以言表……这半个小时我再也不用受失眠的折磨了"。他持有中上阶层的偏见，对上层贵族

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“荒谬”和下层阶级的“粗俗”持同等轻视。在他看来，只有“知识分子阶层”（凯恩斯家族就是一个典型的代表）才值得尊敬。

与当时的大多数公立机构一样，伊顿公学对商业事务不屑一顾，因为这所学院早已成为大英帝国培养年轻绅士的地方——威灵顿公爵曾表示，“滑铁卢战役的胜利在伊顿公学的操场上就决定了”。在培养古老世界价值的圣殿，涉及卑微的商人间交易的事务在此并无立足之地。凯恩斯后来作为经济学家与投资家的巨大成就，若非要在伊顿公学寻找一些蛛丝马迹的话，那应属他当时对表单和数字表现出的近乎偏执的爱好——在伊顿公学的日子里，他沉迷于记录板球的得分、火车时刻表、工作时间、体温变化，甚至包括“比较一些长诗的长度”。

剑桥生涯

值得热烈探讨的合适主题包括至爱、美和真理，而人一生中最主要的目标则是爱、创造、对美的体验和享受以及对知识的追求。

——凯恩斯，《我的早期信仰》

在获得了国王学院的奖学金之后，凯恩斯于1902年进入剑桥大学学习数学与古典文学。一贯桀骜不驯的他，进入大学的第一年就宣称：“我已摸清了这个地方，并得出一个结论，这里的人颇为无能。”虽然凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个颇有天赋的数学家，但绝非天才。1905年底，他的成绩在获得一级学位的学生中仅位列第十二名。凯恩斯在大学里有机会锻炼他的社交能力，并在大学最后一个学年成为剑桥联合会主席和自由俱乐部的主席。

在剑桥时期，对凯恩斯影响最大的是一个名为“使徒”的秘密社团。该社团从剑桥有潜质的年轻人中招募会员，爱德华·摩根·福斯特、维特根斯坦和伯特兰·罗素也都是其成员。乔治·爱德华·穆尔出版的《伦理学原理》一书对社团的宗旨进行了很好的阐述，当时正值凯恩斯入读剑桥第一年。凯恩斯在评论穆尔的思想时认为，穆尔的理念是深奥的，是非物质主义和非世俗的。比较穆尔的《伦理学原理》与《圣经新约》，凯恩斯评论道：“《圣经新约》是一本政客手册。”而作为剑桥学术大师，穆尔认为：

> 目前我们所知道的或所能想象的最有价值之事，是意识的某种状态，或可大致描述为性的乐趣和欣赏美好事物的快乐。

许多“使徒”社团的成员对穆尔所称的性的乐趣作出了迥然相异的解读。在这个隐秘的社团世界，美学体验与亲密情谊是最为重要的，而且这种关系往往会超越柏拉图式的关系。多年以后，凯恩斯回忆道：“我们完全拒绝履行传统道德、惯例与传统智慧……（并且）从来不认为任何道德义务能够约束我们，也从不遵守或服从任何内心的准则。”

“使徒”社团最终发展成为一个远离大众的高端团体，其成员坚信只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有他们才拥有那种能够真正欣赏生命中美好事物的敏感性。凯恩斯将这个团体比作“如空气般轻灵的水蜘蛛轻轻滑过水面，丝毫不触及水面之下的漩涡与暗流”。但其他人则没有那么客气，毫不讳言地批评这个团体自我陶醉、荒唐可笑，将穆尔的理念歪曲为“一种为所欲为的形而上的辩解”。

国家机器的螺丝钉

塞西莉，我不在的时候，你要读一下《政治经济学》。关于“卢比的衰落”那章你可以省略不看，该章的确有些过于抽象。即便是这些响当当的问题，也不免有闹哄哄的一面。

——奥斯卡·王尔德，《不可儿戏》

从剑桥大学数学专业毕业后，凯恩斯慢慢感受到了生活的压力，面临着如何谋生以养活自己的实际问题。他犹豫再三，考虑是否回到剑桥再读一个经济学第二学位，并一度跑去听阿尔弗雷德·马歇尔教授的演讲。马歇尔教授是当时世界上最有影响力的经济学家，也是凯恩斯家族的老朋友。马歇尔恳切地表示，“我相信你将来的职业不会只是一名经济学家”，而凯恩斯最终选择当一名政府职员。1906年8月，他参加了英国文官考试，成绩在全部考生中位列第二。颇具讽刺意味的是，他得分最低的却是经济学科目，凯恩斯因此抱怨说：“考官可能还没我知道得多。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯后来未能进入第一志愿报考的财政部，只好在1906年10月进入位于伦敦的印度事务部当一名低级职员，成为英帝国国家机器的一枚螺丝钉。当时，西方大多数国家都采用“金本位”制。在“金本位”制下，一个国家的汇率是由其所持有的黄金储备决定的。印度国内不太成熟的金融体系吸引了许多理论经济学家的目光，而这或许也影响了凯恩斯的职业选择。除了所谓的颇具诱惑力的卢比之外，凯恩斯在印度事务部的工作可以说是乏善可陈。凯恩斯在这个职位上接受的第一项工作就是安排向孟买发运10头种牛。这与他在剑桥丰富多彩的生活形成了巨大的反差。

加入叛逆团体

我们全力打造一个新事物，我们是新社会的建设者，而这个新社会理应是自由的、理性的、文明的，且是追求真和美的。所有的一切，都让人兴奋不已。

——雷纳德·伍尔夫论布鲁姆斯伯里派

让凯恩斯暂时忘却政府职员无聊生活的是圈内散漫、随意的艺术家、作家和哲学家，他们常在弗吉尼亚·伍尔夫兄妹的住所举行活动，即后人所谓的布鲁姆斯伯里派（名字源于伦敦地区的花园广场与大房子）。该团体类似于此前凯恩斯在剑桥参加的“使徒”社团，热衷于解构传统虔诚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与社会禁忌。一名后来成为19世纪末期反主流文化运动和波米西亚运动先驱的布鲁姆斯伯里派成员说：

> 我们发现我们自己正处于叛逆的青春期，有意识地反抗社会、政治、宗教、道德、教育、艺术机构，以及我们父辈时代的信念与标准。

布鲁姆斯伯里派致力于破除传统思维模式和行为模式，自然引申扩展到更为亲密的人与人之间的关系。布鲁姆斯伯里派内部的人际关系异常复杂。因此有人传言，布鲁姆斯伯里派的成员“睡的是四角广场，谈的是三角恋爱”。浪漫的邂逅、背叛和诽谤充斥着这个圈子。布鲁姆斯伯里派开始背离其最初探讨艺术、思想与生命意义的初衷。布鲁姆斯伯里派成员热衷将他们的艺术天赋用于陈词滥调的口舌之利。弗吉尼亚·伍尔夫有次因为凯恩斯得罪她了，就怄气地将凯恩斯描述为“一头暴饮暴食的海豹，双下巴，凸嘴唇，小眼睛，庸俗，粗鲁，毫无想象力”。

当时社会上的保守势力对布鲁姆斯伯里派人士持公开的敌意。《三十九级台阶》的作者、维多利亚时期的保守派人士约翰·巴肯对布鲁姆斯伯里派大加抨击：

> ……一帮轻浮知识分子的臭味相投……糟糕的学识、幻灭的理想以及心灵的猥琐……对事实和观点的一知半解……除了对自以为高人一等的智力外，他们对一切都持怀疑态度……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布鲁姆斯伯里派人士确实都相当自负，也有些虚荣做作。他们是新思想方式与艺术表现形式的先驱。颇具讽刺意味的是，他们这帮自由不羁的乌合之众后来却成为其他更伟大的艺术家和思想家的引领者。毕加索、弗洛伊德、普鲁斯特、塞尚和马蒂斯及其他艺术家和思想家进入英语世界的主要渠道就是布鲁姆斯伯里派。

颇具讽刺意味的是，他们这帮自由不羁的乌合之众后来却成为其他更伟大的艺术家和思想家的引领者。

傲慢的公仆

我为我鄙视之极的政府工作，它就是一个罪犯。

——凯恩斯致邓肯·格兰特，1917年12月15日

乏味的工作最终让凯恩斯打起退堂鼓，他于1908年6月从印度事务部辞职，回到剑桥国王学院，提交了一篇关于概率论的论文。据当时一家报纸记载，这是一篇“非常高深的数学论文，以至于这个世界上只有三个人能够看懂”。1909年3月，他被选聘为研究员，开始在剑桥教授经济学和金融学，虽然他并不具备该类学科的正式资格。在大学的讲坛上，凯恩斯成为一个备受欢迎的教师。他的部分讲座，尤其是那些与股市有关的讲座，吸引了众多慕名而来的听众。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在剑桥，凯恩斯开始在学术与公众生活中崭露头角。1911年，他被委任为《经济学杂志》的编辑。在当时，《经济学杂志》可以说是一本世界级的专业经济期刊。之后不到两年，他的第一本著作《印度通货与金融》出版，他也成为英国皇家印度金融委员会的成员。这对于一个还不到30岁的年轻人来说是个了不起的成就。但从1914年夏开始，维多利亚女王的外孙威廉和孙子乔治——德国皇帝威廉二世和英国国王乔治五世挑起了新世纪的第一次世界大战，凯恩斯在剑桥的田园生活由此被打破。

1914年8月爆发的第一次世界大战让凯恩斯重新回到了文官行列。这次他进入了英国财政部，担任国家战争融资方面的顾问。凯恩斯在布鲁姆斯伯里派的旧识以及狂热的和平主义分子都反对他在政府中担任职务。其中一个质疑道：

> 你以为你是干什么的？你只不过是一个为他们所利用的情报人员……一个不小心从国王学院被放出的瓶中怪物……你忠诚地为他们的残忍目的服务，然而你还是要回到瓶子里。

凯恩斯没理会外界对他充当战争幕僚的大量批评。在他看来，这并不是一次“欧洲的世仇战争”，而是一场“伟大的战争”。布鲁姆斯伯里派人士并不介意利用凯恩斯在政府系统内日渐扩大的影响力。凯恩斯亦经常出现在法庭上，为反战的布鲁姆斯伯里派成员辩护。在一场针对凯恩斯前同性恋情人、美学家李顿·斯特雷奇的庭审中，军队检察官问斯特雷奇：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一名德国士兵试图强奸你的姐妹，你会作何反应？他一本正经地回答说："我会试图将他们分开。"

战争的伤痛及英国政府不惜一切代价追求战争胜利的做法，让凯恩斯感到"彻头彻尾的悲凉"。他大学时代的许多朋友，包括著名诗人、爱国人士鲁珀特·布鲁克，永远地长眠在外国的土地上。在新崛起的国家对旧有秩序的冲击中，来自英国上层社会的人士毫不犹豫地接过国家神圣的使命成为军队的一员，去捍卫旧日的传统与荣光，前赴后继冲向战场——迎接他们的是让他们九死一生的现代武器筑成的枪林弹雨。凯恩斯写给前线战场上昔日同学的信有时被原封不动地退回，信封上盖着黯淡的"阵亡"印鉴。

凯恩斯因自己受雇于政府充当战争幕僚而备感挫折与煎熬，因而也变得更加傲慢和颐指气使。1917年访问美国期间，他的"粗鲁给人留下了极其糟糕的印象"。当时英国驻美国大使有过这样一段回忆：

> 今天上午我们接待（凯恩斯）来访……此人非常霸道，迪奇被他气得无言以对，而麦考林则气得浑身发抖。他讲话太咄咄逼人，我必须要采取措施。除了官员身份，他还是一名大学教师，但似乎这两种身份的结合并不令人高兴。他是一个有天分的年轻人，我猜想他的行为准则就是要通过咄咄逼人来显示他的高人一等。

凯恩斯越来越敢于发言。他顶撞上级，讽刺骄横的政府人士，抨击两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面派，追求真理，抨击自私自利。

辞职提议

语言就应该生猛一些，因为语言是思维缜密者对考虑不周者发起的进攻。

——凯恩斯，《国家的自给》

大部分人以为仅会持续几个月的战争，直至4年后的1918年11月才最终迎来休战。为了这场胜利，法国在战争中死亡的人数高达140万人，英国也有近100万人阵亡。作为战胜国的法国要求战败的德国支付巨额战争赔款，英国在刚开始时态度较为缓和。时任英国首相的大卫·劳合·乔治在1919年3月观察到，维护欧洲大陆和平有赖于“消除仇恨的根源，避免以不断煽动爱国主义、正义或公平的精神来达到报复的目的”。因此，他在和平协议中建议：

……指示……应遵循裁判者利益回避的精神，同时遵循避免野蛮仇杀的原则，即不允许切断、损毁四肢器官，不应使用痛苦与侮辱性刑罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可惜巴黎和平大会没有吸纳这些睿智的建议，反而变成了一个毫无格调的侵略者的分赃会，即战胜者争相瓜分中欧地盘的竞赛。为了平息国内的批评，同时完成“让德国付出代价”的承诺，协约国领袖达成了一个强迫德国履行的战争罪责条款，即发表声明明确指出德国及其盟国对第一次世界大战负有全部责任；同时还通过一项赔偿协议，要求德国“赔偿对协约国及其盟国造成的所有生命与财产损失”。

作为英国代表团的经济顾问，凯恩斯猛烈抨击协约国领袖的这种短视行为：

> 他们完全不顾欧洲未来的活路，意即他们根本不把民生放在心上。他们的当务之急是，不论是非，获取在疆界、民族、势力均衡、帝国扩张、削弱未来的对手、报复方面的蝇头小利，并将战胜者的巨大财政负担转嫁到失败者身上。

1919年6月5日是凯恩斯的36岁生日，亦是《凡尔赛和约》的签署日。凯恩斯于当天宣布辞职，以表达对强加于战败国之上的“迦太基式和平”的抗议。

从公务活动中解脱出来后，凯恩斯花了短短几个月时间，完成了一部抨击巴黎和会的讽刺性评论著作。《和平的经济后果》出版于1919年12月，当时即引起轰动，被翻译成11种语言，一年之内销量超过10万册。这本书之所以广受好评，一是因为对巴黎和会某些关键人物的大胆描述，二是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为书中所表述的政治与经济论断。凯恩斯把美国总统伍德罗·威尔逊描述为“一个既瞎又聋的堂·吉诃德”，“喜欢奥德赛……当他坐下的时候显得更有智慧”。法国领导人乔治·克莱蒙梭则被描述成一个惧外者，“只想着法国却不顾人类”。他本来在书中形容英国首相劳合·乔治“是一个蹩脚的吟游诗人，是从古凯尔特人荒诞的魔法森林闯到我们这个时代的半人半兽的杂种”。后来有冷静人士在书稿付印前说服他删掉了这段有关劳合·乔治的丑化描绘。

凯恩斯在这本书中给出了一个惊人的预言，他宣称苛刻的战争赔偿条款必将使战争乌云再次笼罩欧洲大陆：

> 如果我们故意让中欧陷入贫困，我敢预言复仇将会来得更加猛烈。在对德国战争的恐惧褪去之后，对于反动势力挑起的内战和革命力量引致的社会动乱，无论最终谁是胜利者，我们这个时代的文明和进步都将会遭到破坏。

窘境中的投资出路

> 在一定程度上，这本书是凯恩斯勋爵事业的转折点。从此，他不再只是一个经济学家，同时也成为预言家、政论家、记者与畅销书作者。
>
> ——《纽约时报》评《和平的经济后果》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

粗鲁和得理不饶人的极端化主张成为凯恩斯习以为常的固定模式，在他未来的生涯中经常上演。很多人很不理解并故意嘲弄他对德国的同情，有人称他为“约翰·冯·凯恩斯先生”，有人则暗示他可能被授予一枚铁十字奖章。遭到他无情讽刺的英国政府则将他扫地出门。《和平的经济后果》代表着凯恩斯从一个纯粹的政府外围的外交人员与学术人士，转变为一个拥有影响力的、持不同政见的公众人物。他评论说，这本书的出版让“我变得就像拜伦那样，既广为人知又声名狼藉”。

他的窘境不在于因同情德国受到的责难，而来自经济方面。从财政部辞职、处于失业状态的凯恩斯急需一份收入来维持他在布鲁姆斯伯里派时养成的奢华的生活方式。凯恩斯决定遵从自己在《和平的经济后果》一书中的悲观判断，将大部分资金投入到外汇投机市场。他一方面持有主要欧洲大陆国家货币的空头头寸，另一方面持有美元的多头头寸。凯恩斯觉得他已经完全做好了在外汇投机市场大展身手的准备。从剑桥大学的教职生涯中，他了解到一些金融与外汇知识，而在财政部的任职使他了解了全球资本的运作方式。他还拥有一些愿意为其交易提供支持的投资者。

此外，投机可以比较轻松地获取数量不菲的金钱，这也是凯恩斯颇为满意的地方。与同时代的温斯顿·丘吉尔一样，凯恩斯也喜欢躺在床上完成交易。他的一位传记作家这样写道：

上午，他会躺在床上做出一些金融决策；股票经纪人通过电话向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他报告市场情况，而他会边看报纸边作决定。

从下一章开始，我们将向你呈现作为美学家、门外汉及懒散投机者的凯恩斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE
KEYNES
MUTINY

2

第二章

市场投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯式妥协

……但我自豪，更多是为我巧妙追逐财富的过程，而不是结果……

——本·琼森，《狐坡尼》

梅纳德·凯恩斯是个矛盾体。他放荡不羁却最终皈依教会，他是个美学家却在财经界功成名就，他是资本主义的救世主却对自由企业制度不以为然。凯恩斯的主张也同样矛盾。他的观点灵活善变，用爱默生的一句名言来描述他可谓恰到好处，即盲目的从众是寄居在狭隘心灵里的妖怪。他以惯常的自相矛盾和变化无常而闻名。丘吉尔曾说："无论何时，当我问英国最杰出的6名经济学家一个问题时，总能获得7个答案——其中两个来自凯恩斯先生。"在凯恩斯的《和平的经济后果》中饱受攻击的大卫·劳合·乔治抱怨说，凯恩斯"像杂技演员一样，异常轻巧地就能得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出一个结论，而他获得相反的结论也同样迅速”。

凯恩斯的矛盾性格在他对追求金钱和财富的态度上表现得最淋漓尽致。他在《和平的经济后果》中猛烈抨击“唯利是图的资产阶级”把“享乐的艺术”置于复利之下，但仅仅几年之后，他的这一立场便软化了许多。1921年，在一次对“使徒”新成员的演讲中，凯恩斯谈到了该俱乐部的一名已故成员，讲起该成员放弃学术转而投身商界的故事。凯恩斯不无尖刻地表示，“他的学识能力远超过赚钱所需的能力”。他似乎认为这名已故成员从商也许更多的是因为“学术的需要，而非因为贪婪”。他引导听众想象这样一个奇怪的混合场景，即一个诗人富豪，在“世界市场上向人们叫卖他的智慧……并向人们演示他的天赋”。凯恩斯向学生们解释说，可以把赚钱之术看做是个绝妙的游戏，一盘高风险的棋局，精明的参与者可凭借其高超的智慧给自己带来丰厚的收益。

表面上，凯恩斯不再是一个不屑追逐钱财的“使徒”，但他心里是否真的心甘情愿地让自己投身金融与投机领域则不得而知。在他心里，他多少有点看不上追逐财富之术。他后来在一篇论文中这样写道：

> 对拥有财富的热爱……将被认为是一种令人厌恶的病态，一种应该去看精神病科专家的近乎半罪犯、半病态的癖好。

但务实的凯恩斯在事实面前作出了妥协。用陀思妥耶夫斯基的话说，金钱就是“铸造的自由”，是从细微处积累起来的“生活的享受和现实”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这两种矛盾心理的夹击下，他创造出典型的“凯恩斯式妥协”。他义无反顾地进入金融市场，但绝不沉迷于赚钱的任务。他仍把赚钱当做是娱乐，是达到目的的手段，是支持其参与更大冒险的方式。如果他能够战胜那些视钱如命的人，那就更好了。

他仍把赚钱当做是娱乐，是达到目的的手段，是支持其参与更大冒险的方式。

投机勾当

（市场投机）是我的一种消遣，是为了避免乡村生活中可能出现的单调和乏味。

——凯恩斯致母亲，1919年9月3日

1919年，凯恩斯并没有表现出对金融市场的持续兴趣。1905年开始第一笔投资时，凯恩斯刚好22岁。他买入一家保险公司的股票，不久又用自己的“特别基金”——生日礼金及所获得的学术奖金买入了一家工程公司的股票。凯恩斯的好友克莱夫·贝尔曾猜测，凯恩斯对市场的兴趣大概从1914年初才真正开始。他说：

梅纳德早年在剑桥与伦敦时从来没有正眼看过股市交易。由于厌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倦了《泰晤士报》上的板球比赛比分，他在喝早茶时，开始研究股票的价格。

1919年前，凯恩斯的投资活动并不活跃。他的投资组合严格遵循只投普通股的原则，并获得稳定收益。到1918年末，他的证券总价值已达9 428英镑，按当前币值计算，约合62.5万美元。

从1919年8月开始，在整理《和平的经济后果》草稿的同时，凯恩斯对投机的兴趣变得浓厚起来。他的投机活动通常集中于货币市场，当时的汇率是以战前“金本位”为基础的可自由兑换体系，通常波动剧烈。凯恩斯依据其在《和平的经济后果》中的判断，采取了看空欧洲大陆主要国家货币而看涨美元的简单策略。这一策略取得了极大成功，仅仅5个月的时间，凯恩斯就赚了6 000英镑，约合现在的37.5万美元。基于获取的丰厚收益，凯恩斯在给母亲的信中这样写道：

金钱真奇怪……只要具备一点点额外知识和特殊经验，它就滚滚而来，完全不合常理。

初战告捷激励凯恩斯谋划更大的计划。他与昔日财政部同事奥斯瓦德·福克成立了一家致力于投机货币市场的合伙公司，取名为巴克马斯特和穆尔股票经纪公司（英文原意为赚钱越来越多）。作为合伙人的福克，有“狐狸”之称。同凯恩斯一样，他也是一个很有魅力的且坚持自我的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦敦金融区的朋友回忆道：

……私人客户必须签署全权委托书。可怜的投资者要么赚翻，要么血本无归。

凯恩斯猜到他的金融投机“会让父亲大吃一惊”，但他设立的公司还是得到了亲朋好友的大力支持，很快便筹集到了3万英镑的资金。

凯恩斯与福克从1920年开始着手制订交易计划。后来福克认为货币市场缺乏流动性，很快便从合伙公司中撤出。凯恩斯则坚持继续寻找机会，并在公司运营的头3个月里赚到9 000英镑。但从5月开始，市场发生转变，凯恩斯账面的亏损也在快速增长。到年中，公司的收益大幅缩水，“眼睁睁地看着大部分股本惨遭屠宰”。他对布鲁姆斯伯里派的朋友瓦内萨 · 贝尔说：“这是一个糟糕的时刻，但我仍保持着冷静。”对于凯恩斯的亏损，他的父母坦然接受。凯恩斯的母亲开玩笑说：

这时候也许该给诸神上贡了——如果他们仅仅对钱感兴趣的话，那我们是不会吝惜的。

凯恩斯不屈不挠，再接再厉。他将个人持有的股票投资组合变现，预支热卖的《和平的经济后果》的版税，并说服爱德华国王的私人银行家欧内斯特 · 卡塞尔向其提供了5 000英镑的贷款。他在致卡塞尔的信中写道，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他虽然“资金几近用罄”，但仍认为外汇市场提供了“一个绝无仅有的投机机会”，并预言，卡塞尔“如果愿意承担几个月的风险，可望得到丰厚的收益”。凯因斯的乐观并未落空。1920年底，他还清了卡塞尔的贷款。1922年12月，他清偿了合伙公司的所有债务，净资产额超过2.1万英镑，约合现在的150万美元。

不被看好的婚姻

千万别娶洛波科娃。跑到印度去躲一躲吧。不管她多么迷人，她可能是个大把花钱的妻子，她或许会放弃舞蹈。总之，我建议你只把她当做情妇看待。

——瓦内萨·贝尔致凯恩斯，1922年1月1日

凯恩斯在金融业的生涯，并不只限于波动剧烈的货币市场。由于他曾经在政府任职，此时他顺应合于身份的命运，担任数家保险和投资公司的董事职务。凯恩斯于1919年9月得到第一个董事职位，进入国家共同人寿保险协会；20世纪20年代初期，他在伦敦多家金融公司担任董事。在金融界之外，凯恩斯还于1919年年底获选为国王学院的副财务主管，5年后成为该学院的财务主管，亦称首席财务官。

凯恩斯与主流社会的关系在1925年有所缓和。他那时已经完全抛弃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了布鲁姆斯伯里派的那一套，并结束了自己的单身生活，与俄国芭蕾舞演员莉迪娅·洛波科娃喜结连理。他们的婚事引起了国际媒体的关注。凯恩斯作为《和平的经济后果》的作者，在国际上小有名气，但还比不上他异国妻子的影响力大，只能在媒体报道中充当第二角色。莉迪娅是娱乐小报追逐的对象——她小时候为沙皇跳舞，在纽约跟阿尔·乔森一起演过轻歌舞剧，后来成为作曲家斯特拉文斯基的情人。1919年，据说她与一名俄罗斯将军私奔，逃离俄罗斯芭蕾舞团，这也让她登上了伦敦报纸的头条。凯恩斯与莉迪娅大婚之日，大批媒体记者聚在圣潘克拉斯的结婚登记处，希望记录这个历史性的婚礼——凯恩斯瘦高微驼，一身黑礼服，显得相当局促不安，小巧玲珑的莉迪娅则在摄影记者的镜头前应付自如。

莉迪娅学习英语进步不大，还不太能自如地使用，并因此闹出笑话。有一次她看到一个朋友收藏的鸟笼，大呼小叫："你们该来看看B夫人的卵巢，她说这是英国最大的。"凯恩斯颇欣赏她如孩子一般学习英语的热情，但他们也成为愤世嫉俗的布鲁姆斯伯里派朋友的谈资。奥地利哲学家路德维希·维特根斯坦对凯恩斯与莉迪娅结婚感到相当沮丧，一度在凯恩斯夫妇度蜜月时鲁莽地闹上门去。尽管如此，凯恩斯骨子里对浪漫爱情的追求让他毅然开始了这段不为人看好的婚姻。实际上与人们的看法相反，凯恩斯与莉迪娅的婚姻一直持续到他们生命的终结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们相信黄金

事实上，金本位早已成为野蛮的遗迹。

——凯恩斯，《货币改革论》

从放荡不羁的单身汉向忠实好丈夫转变的过程中，凯恩斯的投资领域也从动荡喧嚣的货币市场转移到略为“文明”的股票市场。凯恩斯之所以离开货币投机市场，一个主要的原因就是当时英国财政大臣温斯顿·丘吉尔出台的政策。在丘吉尔的主导下，英国1925年决定让本国货币回归金本位。在金本位制下，英镑与固定基准联系在一起，其价格涨跌幅度大为缩小，相应也使得投机的获利空间缩小。凯恩斯极力反对这一政策，不过个人生计受威胁并非他反对的唯一因素。

他在1925年8月——亦即与莉迪娅结婚的当月出版的《丘吉尔先生的经济后果》一书中宣称，财政大臣“被传统金融的声音震聋了……并且……被他的智囊团队严重误导了”。丘吉尔的专家团队力主将英国货币与美元的汇率重新恢复到“一战”前的水平。凯恩斯认为，自第一次世界大战开始时起，已有大约10年的时间，这期间英镑已被严重削弱，但这些“专家”却对这一事实视而不见。他指出，政府智囊对维持强势货币的坚持（有人认为是基于一种不合时宜的民族自豪感）可能会使英国的出口遭受重创，导致国内失业率上升，并进一步冲击早已虚弱不堪的国内经济。可是他的强烈抗议并未得到政府的回应。在致《泰晤士报》的信中，他颇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为无奈地评论道："与金融编辑辩论货币改革……就像60年前与主教辩论达尔文主义一样。"

复利机器

……金钱拥有多产的性质。钱能生钱，循环往复，不断增长……

——本杰明·富兰克林，《给年轻商人的忠告》

英国受诱导恢复金本位制，货币市场的交易机会相应减少。但这段时间凯恩斯也有一个意外收获。他偶然发现了一本有关股票市场的"有趣的小书"——埃德加·劳伦斯·史密斯的《用普通股进行长期投资》。书中分析了1866年至1922年间美国普通股与债券的相对表现。史密斯原先假设，在通货膨胀时期，投资普通股的收益将优于债券，而通货紧缩期间，二者的表现则会相反。他的假设十分合理：企业通常可以通过提高价格来抵消成本，以此对冲通货膨胀，但即便是在物价持续上涨时，债券息票的利息仍是固定不变的。

到20世纪20年代早期，股票的"抗通胀"功能还只不过是一个学术注解。许多欧洲大陆国家受第一次世界大战的摧残，陷入动荡。它们艰难地履行战争赔款，而国内通货膨胀则高得惊人。最严重的当属德国，由于德国政府印钞速度过快，以至于整个国家陷入恶性通货膨胀——1922年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值尚不足200马克的面包，到了1923年11月则飙升至2 000亿马克。消费者往往推着一车钱进入商店，而离开时则只能够带走有限的几样商品。在此情况下，债券与银行存款的固定收益根本无法抵消货币购买力大幅下降的损失。

到20世纪20年代中期，股票的抗通胀功能虽然迅速为人们所认同，但传统观念仍坚持认为这项发现有其缺点——认为在通货紧缩时，债券的表现应超过股票。而史密斯对股票、债券相对优缺点的研究结果，则有些出乎传统人士的意料。他发现，普通股不只在通货膨胀期间表现较佳，其在通货紧缩时期的表现，竟然也胜过债券。

史密斯认为这结果源于多种因素，其中最重要的是普通股固有的“复利”效应。凯恩斯在对史密斯此书的评论中有过这样的总结：

> 经营良好的工业企业，照例不会将所有盈利分给股东。它们至少会在生意好的年份，保留部分利润，作为公司营运所需。因此，健全的工业投资会因复利因素而得利。这样，在几年间，除了付给股东的股息外，健全的工业企业的实际价值还会以复利增加。因此……从长远来看，股票指数产生的收益会高于其初始的名义利率。

史密斯简单而影响深远的发现表明，股票实际上就是“复利机器”，它不仅提供股息，而且还通过未分配利润的再投资实现资本增值。而这一发现，亦成为掀起20世纪20年代中期“普通股热潮”的关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通股的狂热信徒

（普通股）代表了时下的大型企业和投资界。对任何投资机构而言，如果忽视了普通股或未做好持有普通股的准备，那它就是井底之蛙。

——凯恩斯在国家共同人寿保险协会年会上的讲话，1928年1月25日

凯恩斯受到“复利令人目眩的优点”的影响，成为普通股崇拜的主要拥护者。他在书评、股东大会和给投资伙伴的备忘录中，大赞股票的好处。尽管凯恩斯的说服力惊人，而史密斯的研究也使得普通股成为许多人眼中合理的投资工具，但要说服投资公司的董事会及学院基金投资股票却非易事。股票的股息依各企业的获利而定，有高有低，以致当时许多金融机构据此认为股票风险高，而债券收益和资产的租金可以预期，较为稳定。至少在20世纪的前25年里，上流人士仍明显偏好债券。

在困难面前，凯恩斯没有半途而废，而是软硬兼施，不断地游说自己的同事，并最终获得成功。截至1926年，国家共同人寿保险协会旗下基金投资普通股的数额是英国其他人寿保险团体平均投资数额的3倍以上。同样，在凯恩斯的游说下，他独立管理的国王学院旗下的“切斯特基金”的投资也从传统的地产与固定收益证券扩展到股票投资领域。凯恩斯要拓展“切斯特基金”投资范围，不仅要改变国王学院管理人固有的保守风格，而且还要破除学院禁止特定投资的死板规定。事实上，当时有阴谋论盛传，凯恩斯之所以坚决反对国王学院任命一名法律教师，是因为他担心在专业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的法律监管下，切斯特基金可能会被认为违背了学院规章，从而被禁止投资股票。

纽约的投机

玛蒙：名词，世界主要宗教中的财神，主庙宇位于圣城纽约。

——安布罗斯·比尔斯，《魔鬼词典》

1920年的短暂暴涨后，英国便进入漫长的经济严冬。对于凯恩斯这个初出茅庐的投资经理人来说，不幸的是，一出道便遇上了当时英国异常低迷的股市。早在战前，世界力量的天平已开始从旧世界向新世界倾斜，而第一次世界大战大大加速了这一过程。为了打败德国及其盟国，英国付出了极其惨重的代价。截至第一次世界大战结束时，英国损失了1/4的海外资产，其中绝大部分抵押给了美国以换取其对英国的战时援助；同时，英国的前殖民地美国取代英国，成为世界最大债权国。而重振英国工业生产的努力则遭到重新回归的金本位的束缚（即凯恩斯所称的“黄金枷锁”）。即便到1925年，英国的经济状况仍与战前水平存在相当差距。在整个20世纪20年代，英国失业率一直保持在10%左右，经济发展停滞不前，而股市亦陷入停滞状态。

美国的境况与英国截然不同。引用凯恩斯的话说，这时正有一股“富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饶的高潮”涌上美国海岸。摇摇欲坠的国际金本位体系迫使美联储降低利率，同时因为货币相对便宜，这个世界上最富有的社会正沉浸在弗朗西斯·斯科特·菲茨杰拉德所描述的“历史上最昂贵的狂欢”中。代表投资者信心的道琼斯指数似乎无视万有引力和常识规则，在20世纪20年代的最后几年里以近乎垂直的走势攀升。在1929年9月之前的18个月里，华尔街指数的上涨幅度超过了之前5年的上涨幅度。在此期间，市场宠儿如美国无线电公司的股价则是一翻再翻。

虽然凯恩斯对美国的态度是矛盾的——他曾评论说“每次访问美国之后都像是大病初愈”，但他对华尔街的热情却是真诚的。与许多在欧洲苦熬的投资者一样，凯恩斯满怀期待地把目光投向大西洋彼岸，热切地寻找纽约绚烂的灯光与充盈的活力。电讯服务时代的到来使跨洋投资成为可能，而繁荣的华尔街自然成了欧洲投机资本的目的地。在20世纪20年代，凯恩斯的美元敞口虽然只占其个人投资组合的一小部分，但他的一些投资公司却大规模投资美国证券，因此从那时起，他成为了贪婪的纽约股市交易观察家。在20世纪20年代末期狂热的华尔街，凯恩斯经历了投资者的极端心理，并觉察到了股市的真实本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

3

第三章

从“愚人”那里获利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全民炒股时代

……当人们心情愉悦时，他们就会变得轻信于人。

——沃尔特·白芝浩，《朗伯德街》

美国总统卡尔文·柯立芝的沉默寡言众所周知。据一位女士说，他说话非常之少，以至于每次开口时，嘴里都会飞出一只蛾子。有一次，这位女士与一名宾客打赌，声称在就餐期间，她至少能让总统说句三个单词的话，而柯立芝的回答只有两个单词——“You lose”(你输了)。但1928年12月，在去职之前的一次演讲中，沉默的卡尔文却展现出了难得一见的好口才。他自豪地宣称：

美国国会从未见过前景像当前这么好的国情……这个国家当前的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是令人满意的，美国人有理由对未来充满乐观。

在1928年年底，确实有理由对美国经济状况作出如此评价。山姆大叔在欧洲的废墟上迅速发展起来，而战后的欧洲仍处于艰难的复苏之中。当时的美国已成为世界上当之无愧的经济超级大国，但旧世界的血腥之旅却使得美国政府更专注于国内事务。通过不断开拓的新财富，美国转而寻求通过大规模消费来恢复经济。大规模生产技术在“一战”时期得到长足发展，而现在则被广泛应用于民用领域。无线电、汽车、家用电器充斥着美国的生产线。一个消费者国家就此被创造出来，以巨大的消费能力吸收其同样庞大的生产能力。广告和宽松信贷促使美国人放弃清教徒的戒律，转而拥抱物质主义。

20世纪20年代，美国进入爵士时代。这是一个孜孜求利、轻浮、狂欢聚会和禁酒令并存的奇怪时代，好像整个国家都随着永无休止的生产线的节奏而运动。在狂热赚钱与无节制支出的大环境中，美国进入全民炒股时代。一名英国游客在1929年写道：

> 你可以谈关于禁酒令、海明威、空调、音乐或马匹的话题，但最终你都会转到一个话题上，那就是股市，而一谈到这个话题，人们就会变得严肃起来。

连旅馆的服务员与擦鞋的男童都在交流股市心得。船夫也在买股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而股票经纪商则在游轮上开设办事处，这样一来，横跨大西洋的乘客也可以获得华尔街的红利。在超强人气的带动下，道琼斯指数在短短几年内就翻了一番。

一些评论员注意到了战时债务导致的全球系统性失衡与宽松信贷导致的国内经济热潮。在他们看来，在狂热的“喧嚣的20年代”之后，必将会出现一次大规模的金融危机。然而，这些预言家的声音却未得到应有的重视。华尔街权威人士对经济繁荣坚信不疑，经常引用禁酒令促进工人生产率的数据以及美联储发挥稳定影响力等因素支持股价基本面健康的论点。而对唱衰者最有力的反驳，或许就是对大多数美国人所笃信的民主进程的分析。普林斯顿大学教授约瑟夫·斯德格·劳伦斯1929年夏末对此发表评论：

> ……数百万人基于股票估值判断而形成的共识是，股价目前并未被高估……而那些拥有智慧的人，他们有权利否决成千上万人集群体智慧所作出的判断吗？

群体智慧

> 如果每个人的想法都一样，那肯定有人没有思考。
>
> ——乔治·史密斯·巴顿将军

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳伦斯教授对“群体智慧”的敬畏和后来的“有效市场假说”信条不谋而合。根据有效市场理论，如劳伦斯教授所言，股市就是一个会议室，在这里，“成千上万的人基于各自的判断形成共识”。股市包含所有可能影响股价的公开信息，而这都源于数量庞大的投资者。有效市场理论的创始人尤金·法玛在解释该假说时表示：

> 在一个有效市场中，由于众多聪明的参与者进行竞争，所以在任何一个时间点上，任何证券的实际价格都反映了基于已发生事件和市场预期事件的信息的影响。

许多实证性证据可以支持劳伦斯与法玛的“群体智慧”概念，即一个群体的决策能力要超过构成该群体的个体的决策能力。很明显，在所谓的“谁想成为百万富翁”的现象中，观众在大约90%的时间里都能给出正确答案，远高于特邀专家的预测准确性。其他例子如大选结果预测、赛马下注或者猜瓶子中的糖果数量，都印证了群体智慧要高于大多数构成该群体的个体的智慧。在合适的环境下，群体成员独特的看法、知识和观点会在决策过程中发挥作用，而各种观点的激烈交锋，使得集体决策的准确性大大提高。

然而，群体智慧行为只有在允许存在独立多元观点的情况下才会有效。正如詹姆斯·索罗维基在《群体的智慧》中所解释的：

> 独立性对于智慧决策的重要性主要表现在两个方面。第一，它使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们所犯的错误不会相互关联。个体判断的错误如果不是系统性地指向同一个方向，那么就不会危及群体的共同决策……第二，独立的个体更有可能拥有新信息，而不是大家早已知道的同样的旧信息。

颇具矛盾的是，群体智慧只有在参与者独立于群体之外行动时才会显现出来。

群体智慧只有在参与者独立于群体之外行动时才会显现出来。

价格竞猜

食人族的上帝是食人者，十字军战士的上帝是十字军战士，商人的上帝是商人。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生，《生活的准则》

群体智慧在个体成员知识背景多元化的情况下运作最为有效。个体成员独立作出判断，群体拥有吸收这些个体判断的机制，形成群体预测或决策。互联网或许能够很好地解释这种群体智慧的力量，它将真实世界中基本上毫不相干的人联系在一起，形成一个大杂烩，它最接近古典经济学中所谓的“完美市场”。比如说，谷歌集合了数以百万计的网民的决定，以找出最接近特定搜索条件的网页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过深奥的算法，从一个网页链接到另一个网页被解读为投向另一个网页的“选票”。基于这些选票，网页的影响力就会高下立判，访问量多的网页的影响力就大，而访问量少的网页的影响力就小。作为一个聚合了众多网民选择的智库，谷歌通过其提炼的群体智慧，为公众提供了极为有效的搜索服务。

同样，股市也聚合了众多个体投资者的见解，所有人都通过选择买入或卖出证券来进行“投票”。理论上，股市可成为群体智慧的高效演练场，它包含了众多独立行为体的决定，而每个人都为金融回报的机会所驱动，他们的判断以一种透明的方式被迅速集合起来。股票持有者对某一证券价格的“投票”将会展现他们的多元化观点，而这些观点是基于不同信息源、不同时间范围和不同投资风格形成的。有效市场支持者认为，在这个各种观点激烈交锋的舞台上，其所产生的股价必会充分体现该股票所有已知的市场信息。

有效市场理论的一个推论就是，任何试图战胜市场的尝试都是徒劳的。诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森解释说，有效市场理论告诉人们，股市既不存在未被发现的估值过低的廉价品，亦不会隐藏有估价过高的定时炸弹：

> 如果聪明人不断寻找估值适当的特定股票，那么他们就会卖出他们认为估值过高的股票，并买入他们认为当前估值不高的股票。聪明投资者的这种行为必然会使现有的股价出现折价，因为当前价格已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对未来预期作出修正。因此，被动投资者，即一般不主动辨别低估与高估情况的投资者，就会根据现在的股价对某只股票给出好坏的判断，进而作出买入或卖出的决定。对于他们而言，选择方法无所谓优劣，价格是唯一标准。

有效市场理论的拥护者认为市场——就像是上帝或其在人间的化身一样——是无所不知的，是永远不会犯错的。对于参与者来说，他最好是服从这个无所不知的实体，任何试图打败它的努力都是对时间的浪费。

精明的投资者

如同弓箭和七弦琴，紧绷的弦中亦存在和谐。

——赫拉克利特

正统理论假定，所有经济行为体的成员都是高素质的、超理性的、全知全能的“经济人”。但实际上，有些人的素质与该理论所假定的标准相去甚远。在任何一个股票市场中，都会有一部分紧随其他投资者的参与者，他们不想运用自己的分析，而是寄希望于有效市场理论。即便一个市场中存在众多不理性的、后知后觉的或懒惰的参与者，但只要有足够精明的投资者，只要他们能够控制畸形的价格，那它仍是一个有效市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一名财政官员回忆与凯恩斯的交往时说：

> ……关于凯恩斯是一条梭鱼的评论，他是坦然接受的。将梭鱼放入鲤鱼池中，梭鱼便会追踪池塘的鲤鱼，从而让鲤鱼时刻处于游动之中。

在政府系统中，凯恩斯就像是一个魔鬼代言人，他经常敦促同事做事，并抨击所有自满行为。有效市场理论假定了类似的情形。虽然市场中总有反应较慢、疏忽大意的投资者，但有效市场理论认为，他们的失误将会被其他精明、机智的投资者所利用。显然，因为有更为有效的猎食者，估值过低的股价会上升，而估值过高的股价则会下降。由于这些人的存在，市场得以保持稳定。

因此，有效市场理论并不要求所有市场参与者都如古典经济学理论要求的那样具备精于计算的智慧，而只要求有足够数量的有洞察力的投资者存在，以对那些不甚聪明的投资者的行为进行修正。换句话说，在任何一个特定市场中，都有数量足够多的投资者，他们虽不了解有效市场理论，但却认为市场中始终存在有利可图的交易机会。正是这些具有辨别力的投资者确保了市场的有效性。他们就像是活力十足的梭鱼，确保了整个鱼塘的健康环境。有效市场理论类似于一个悖论，只有当足够多的市场参与者不相信这个理论时，它才能够成为现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的从众心理

一犬吠形，百犬吠声。

——中国谚语

对有效市场理论的支持者来说，一个不幸的事实是，个人往往会放弃其独立性，选择随波逐流。人毕竟是社会动物，一有机会就会依赖同类的暗示。人的从众心理可追溯到远古时代：穴居人看到许多人面带恐惧从身边跑过时，往往会跟着大家一起跑。于是，这种从众心理在进化过程中就成为人类生而有之的本能反应之一。这种本能反应在恐慌或不确定的环境中表现得尤为明显。在相对稳定的环境中，人往往也会加入大多数人的队列中。

“社会认同”是一种由来已久的心理现象。它认为，如果很多人都表现出某一特定行为，那这背后必有一个很好的理由。比如说，在20世纪50年代进行的“阿施从众试验”中，测试者让一群学生判断几条线段的相对长度。测试人员设置的陷阱在于，让其中一名学生蒙在鼓里，同时让其他知情的学生故意给出明显不对的答案。尽管很多人在测试中认为其他学生一致给出的答案不对，但最终约有1/3的学生选择了错误的答案——他们认为大部分人的选择是不会错的。

在这种情况下，群体的智慧堕化为“群体思维”，即群体中的每个成员都遵从所感知的共识。股市中的从众趋势尤为明显。这种情况最常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见于人们对“新兴经济”产业的追捧，如19世纪40年代的铁路，20世纪20年代的无线电以及60年代的晶体管。实际上，在受追捧时，相关技术并未进入商业化阶段或尚未为投资界所真正理解，但投资者却不管三七二十一，纷纷投资这些似是而非的概念。20世纪90年代的互联网泡沫是20世纪的最后一次投资狂潮。在这次热潮中，三位一体的泡沫因素集体出现：新兴技术、新的商业机会以及聊天室中所产生的毫无顾忌的“群体思维”。如同部分可自我繁殖的凶险病毒——它们依靠自身培育成长环境，互联网泡沫也依赖于互联网本身。在日交易者的哄抬下，这种“新经济”股票最终达到了不可持续的水平。

股市的赚钱效应

当100个人站在一起时，每个人都会失去自己的主见。

——弗里德里希 · 尼采

凯恩斯发现，股市也存在“一种快速赚钱的特殊吸引力”。效法与妒忌是强有力的兴奋剂，而攀比心理也加剧了人们的从众行为。经济学家查尔斯 · 金德尔伯格不无挖苦地表示：“看到自己身边的朋友变富是最容易扰乱人心，也最容易让人失去判断力的事情。”无可避免地，股市的赚钱效应鼓励其他人纷纷投身其中。的确，在经济繁荣时期，投资界的谨慎常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常会受到批评，人们认为他们缺乏企业家的热诚。19世纪40年代，英国发生铁路股票“投机热潮”，一名见证者描述道：

当时人们认为股市遍地黄金，一些没有受当时投机热潮影响的人甚至因为未投身股市而备受指责，认为他们置身股市之外对他们的家庭是不公平的。

然而，关于股市对“信息流”的敏感性，最引人注目的解释或许就是，在某些情况下，从众行为表面上看是一种理性策略——至少从短期来看是这样的。股价的上升趋势会鼓励其他人购买股票，反过来，这又强化了股价的上升趋势。经济学家约翰·肯尼斯·加尔布雷斯在其所著的《金融狂热潮简史》一书中列出了这些“正反馈循环”的机制：

一些物品或一些产品看上去相当新颖并值得拥有……相当合乎投资者的意愿……投机标的的价格上涨……而价格上涨及相关前景吸引新的购买者，新的购买者相信价格还会上涨。于是，更多人被吸引进场，而更多的购买又推动价格继续上涨。由此可见，投机是建立在先前的投机之上的，而且是自己为自己提供动力。

如此循环往复，价格上涨推动价格进一步上涨。股市投资者不再费心对某一股票的价值作出独立判断，他只需要判断趋势，并以此作为交易的指导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只问价格不问价值

他们称我是疯子，我也称他们是疯子，但他们的票数比我多。

——纳撒尼尔·李，《复辟剧作家与精神病人》

金融交易对于市场变化等信息流的反应尤为敏感，而投机者则主要关注理性要素。从群体智慧发展到非理性泛滥时，意味着市场到了其关键转折点，或者用凯恩斯的比喻来说，“一群鲤鱼压倒了善于掠食的梭鱼”。当“聪明的投资者”被淹没于混乱而狂热的乌合之众中时，整个群体就会失去理性，而市场也就失去了效率。

用奥斯卡·王尔德的话说，投机者是只问价格不问价值的人。投机者所关心的不是如何独立地评估某一股票的价值，而是通过判断股价未来走势进行套利。凯恩斯对投机者的心理把握非常到位：

……实际上，在这些人中，大部分所关心的并不是对投资的可能收益作出很好的长期预测，而是希望能够比大众更早一点看到基于成规的估价的变动。他们所关心的不是那些购买一项投资并想长期“保存起来”的人们所关心的——该投资真正值多少，而是关心在群众心理的影响下，该项投资在3个月或一年以后市场认可的价值是多少。

这就是所谓的“博傻”交易策略。凯恩斯指出，投机者的目标是“战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜大众，通过击鼓传花的机制，把不好的筹码不断交换给其他人”。

预测大众心理

在薄冰上滑冰，安全取决于速度。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生，《论谨慎》

投机者是在被套牢与收益最大化之间走钢丝，但不会像个人投资者在熊市无休止的下跌中那样被深套。凯恩斯将投机比做：

……一种“叫停”游戏，一种“传物”游戏，一种“占位”游戏——一种消遣，在其中，谁能在游戏过程中不早不晚地突然喊出“停”字，谁就能在游戏未结束之前把传递物传递给他的邻座，谁能在音乐停止前抢占一个座位，谁就是胜者。这些游戏可以玩得很有乐趣，虽然参加者都知道，一个人们都不要的东西在传递之中，音乐停止时，总有些参加者会发现自己没有座位。

对投机者来说，其关键任务就是抓住买入和卖出证券的正确时机。

因此，对投机者来说，其关键任务就是抓住买入和卖出证券的正确时机。基于这一观点，凯恩斯在其早年的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生涯中，认为要想在股市上取得成功，就要先于他人的预期提前一步行动。

凯恩斯在20世纪20年代末期出版的《货币论》中对这个策略背后的原理进行了阐述：

> ……最聪明的（股市参与者）通常会分析大众心理而非事件的真正趋势来获利，他们会推断大众的非理性预期……如此一来，只要大众以某一特定方式行动——即便是被误导的行动，消息更为灵通的专业人士也能抢先一步，提前采取大众所采取的行动。

凯恩斯在20世纪20年代采取的主要股市交易策略是他自己为之命名的“信贷周期投资”。这一策略忠实反映了典型投机者的市场时机方法。信贷周期是教科书最古老的股市法则的运用：低价买入，高价卖出。多年之后，凯恩斯解释说，就普通股而言，信贷周期意味着“在股市下跌时卖出涨势最好的股票，在股市上涨时则买入涨势最好的股票”。这是一种“自上而下”的股市投资方法，涉及“在经济周期的不同阶段，系统地决定买入还是卖出普通股”。这种方法还有一个更科学一点的名称，被称为“顺势投资”或“预期交易”，其成败取决于投资者把握市场转向与交易时机的能力。就“信贷周期”而言，价格动量是最基本的交易因素，其重要性超过分析股票的内在价值与价格之间的相对关系。

这一投资方法需要个人对变幻莫测的“大众心理”进行预测。正如凯恩斯后来所发现的，这并不是一项简单的任务。对此，他作了如下比较：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……这可以和报纸上的选美竞赛相比拟。在竞赛中，参与者要从100张照片中选出最漂亮的6张。选出的6张照片最接近全部参与者一起所选出的6张照片的人，将是最后的得奖者。由此可见，每个参与者所要挑选的并不是他自己认为最漂亮的人，而是他设想的其他参与者所要挑选的人。全部参与者都以这种视角看待这个问题。这里的挑选并不是根据个人判断力来选出最漂亮的人，甚至也不是根据真正的平均判断力来选出的最漂亮的人，而是运用智力来推测一般人所推测的一般人的意见是什么。在这里，我们已经达到了第三个推测的层次；我相信，有人还会进行第四、第五和更多层次的推测。

顺势投资者就如同在《爱丽丝漫游奇境记》中进行预测一样——人们聚集在疯狂的玻璃大厅里，试图弄明白“一般观点预期的一般观点是什么”。

顺势投资的胜利者

在股价上涨时，它被称为“顺势投资”；在股价下跌时，它则被称为“恐慌”。

——保罗 · 克鲁格曼，《纽约时报》

自信而又自负的凯恩斯认为，他已经具备了把握市场情绪所必需的远见、技能和敏锐性。早在那之前20年，他就曾对他大学时代的同学林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿·斯特莱彻说：

> 我想经营一条铁路或成立一家托拉斯公司，至少也要到投资界忽悠一把。掌握做这些事的规则简单而有趣。

现在，至少凯恩斯找到了盘剥大众的机会——从“愚笨”的人那里获利，并以此来显示他智商的优越性。他宣称，他将会成功地驾驭经济周期——巧妙地挑选市场高峰和谷底，逃顶抄底，并摸透大众（即抽象的“市场”）的心理。

凯恩斯对自己的能力有着超强的自信。在20世纪20年代末期股市红火的日子里，很多人都拥有这样的自信。华尔街牢牢掌握着这次投资者的盛宴，而股市高涨时期，每一个采取顺势投资的人几乎都是胜利者。正如一句古老的华尔街谚语，“上升的潮水托高船”。1929年夏，一些看空者抛售他们所持的股票，但大多数人仍保持了他们的投资组合，不愿意成为最先离开宴会的人，甚至幻想着未来有更多的收益。

纽约国家城市银行董事会主席查尔斯·米歇尔是有名的看涨者，代表着当时最典型的市场乐观情绪。1929年9月，他宣称当时的市场“就是一个风向标，预示着繁荣的风暴即将到来”。不幸的是，凯恩斯与其他数以百万计的乐观主义者要失望了，因为米歇尔“天气预报”的隐喻只对了一半。市场迎来的不是繁荣的风暴，而是一场席卷华尔街的完美的金融风暴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

4

第四章

股市清算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大牛市的终结

荣景总会好到爆！

——佛瑞德·席德，《客户的游艇在哪里？》

到20世纪20年代末期，欧文·费雪已成为美国最著名的经济学家和金融专家。同凯恩斯一样，他在学术界与商界都取得了辉煌的成功。费雪是耶鲁大学的经济学教授。他拥有一家生产类似于早期版本罗拉代克斯[①]的公司，名为索引可视公司。该公司于1925年与兰德公司合并，费雪成为合并后新公司的大股东，身家高达数百万美元。在理论家、企业家与投资人的多重耀眼光环之下，费雪是当之无愧的“股神”。他会定期解读华

① 罗拉代克斯是常出现在出版物所属的一种用来盛装名片、地址卡和电话号码卡等可移动卡片的台式旋转夹的商标。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔街的走势，尤其是市场的动荡情况。

费雪是华尔街的乐天派，他经常向投资者发表看好股市的理由及分析，而他的朋友、证券分析师罗杰·巴布森则是他在学术上针锋相对的对手，亦是一位著名的看空者，被纽约报纸称为“亏损先知”。巴布森从1926年开始就预感到股市可能会有一次修正。同其他看空者一样，他的观点也被人们所忽视。大部分市场分析家认为，即使出现市场修正，那也只不过是“美国繁荣中的一个小挫折”。1929年9月5日，在道琼斯工业平均指数达到历史最高的381.2点两天后，巴布森的忧虑终于得到了人们的回应。在一次对企业家的演讲中，他警告说：

> 股市的崩盘迟早要到来，来势可能会非常凶猛……工厂将会倒闭……工人将会失业……由此导致的恶性循环会达到极致，而结果将会是一次严重的经济萧条。

当天，纽约股市下跌约3%。在“巴布森拐点”之后，长达6周的震荡交易拉开序幕。

费雪一如既往地批评巴布森的预测过于悲观，影响市场稳定。1929年10月中旬，在“大崩盘”前不到两周，费雪教授说：“股市已经进入了一个似乎永远不坠的高原地带……我认为，在未来的几个月里，股市还将继续走高。”然而，他打压熊市的努力并未获得成功。1929年10月24日，“黑色星期四”，这天上午，华尔街泡沫最终被刺破。恐慌性抛售从一早便牢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牢占据股市。直到一批有影响力的银行家挥舞着买单出现在华尔街交易所时，暴跌才稍见缓和。

这次干预虽然安抚了犹如惊弓之鸟的投资者，但却只是暂时的。“黑色星期四”之后的周末休市，华尔街股市反转的恐慌情绪继续积聚，遭受重创的股民已对股市前景失去信心。接下来的10月28日，“黑色星期一”，见证了更为惨烈的股市下跌。道琼斯指数一天之内暴跌了将近1/4，创下华尔街历史上最大的单日跌幅，而这还是因为跌到最后，根本没有买盘成交，所以指数跌无可跌。第二天继续延续星期一的跌幅，成为“黑色星期二”，道琼斯指数再次下跌13%。在10月的最后一周里，纽约股市呈现前所未有的成交天量与巨额的跌幅，宣告了1920年以来大牛市的终结。

华尔街的噩梦

我知道有的人损失了数百万美元。而我比较幸运，只损失了24万美元……我原本还可以损失更多，只不过我只有那么多钱。

——格劳乔 · 马克斯，《格劳乔和我》

作为一个坚定的乐观主义者，欧文 · 费雪对10月的暴跌依然持乐观态度。他说道琼斯指数的暴跌只是“将狂热分子震仓出局”。1929年11月，费雪再次抛出高论，认为“股市止跌或许已为期不远，反弹最多几天之内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会发生”。1930年初，他再次公开发表看法，试图影响市场，这或许也是为了说服他自己。他说：“在不远的将来，至少股市的前景是光明的。”许多人与费雪一样对股市持有顽固的乐观看法——连最为务实的华尔街金融家伯纳德·巴鲁克在11月中旬时还对市场持有乐观看法，他在给温斯顿·丘吉尔的电报中明确表示，“金融风暴毫无疑问已经过去”。

有一段时间，人们一度认为股市最黑暗的日子已经过去，市场下跌只不过是通向繁荣的一个小挫折。在10月的暴风雨之后，华尔街变得异常诡异，但整体趋势还是积极的。到1930年4月，道琼斯指数较6个月前的最低点反弹了30%。但这些回光返照的市场信心最后被证明只是“短暂的熊市反弹”，只是垂死的挣扎而已。华尔街股市从1930年年终开始重拾下跌趋势。至1932年，道琼斯工业平均指数跌至可怜的41.2点，较1929年9月时的最高点下跌近90%。这次大跌让华尔街元气大伤，道琼斯指数花了25年的时间才涨回到“喧嚣的20年代”时的水平。

同无数投机者和投资者一样，费雪也因此而变得一贫如洗。费雪及其家人在牛市高点时借钱买入兰德公司的股票，他们的财富在股市崩溃中损失惨重。费雪的儿子后来估计此次损失大约为1 000万美元，按当前币值计算超过1亿美元。遭受重创的费雪宣布破产，耶鲁大学因此买下他的房子，然后再租给他。尽管如此，陷入经济拮据的费雪还是经常付不起房租。因纳税问题，他甚至还一度被美国税务局盯上，被迫从其富有的妻妹那里借钱。作为新古典主义经济学家，费雪主要从事的是理性市场研究，而其关于股价会永远上涨的天真想法也成为人们的笑谈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从财富缩水到衰退预言

华尔街昨天确实跌了。你看过这个新闻吗？有史以来最大的跌幅……我一整天想的都是金融的事，心情糟透了。

——凯恩斯致莉迪娅，1929年10月25日

与美国同行费雪相比，凯恩斯在1929年的股市大跌前已大幅降低股票敞口。不过，此举并非因为他有过人的远见，而是因为他在投机市场上的“惊人冒险”。这次让他惨败的是商品市场。凯恩斯投资橡胶、玉米、棉花和锡等商品市场，几年下来获利颇丰。但到1928年，市场却出现反扑，迫使凯恩斯变现大部分股票，以弥补其在商品市场的损失。在1929年底的股市大跌中，凯恩斯剩余股票的价值同样大幅缩水。他主要持有奥斯汀汽车公司股票，其价格在20世纪20年代的最后两年里暴跌约3/4。在这一时期，凯恩斯的净资产缩水超过8成——从1928年初的4.4万英镑跌至两年后的不足8 000英镑。这是他一生第二次面临财务危机。

面对财富的缩水，凯恩斯最初也与费雪一样，认为1929年底的事件只是“市场修正”。在“黑色星期四”之后一天，他接受了《纽约晚邮报》的采访，颇为自信地表示：“商品价格将会恢复，农民状况将会得到改善。”而到1929年11月，他判断形势将会大为恶化，认为将会发生严重的经济衰退，并建议其董事会同事，让重金投资华尔街股市的独立投资公司卖出证券，偿清债务。1930年5月，凯恩斯开始在更大范围内公开阐述他看空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的观点：

> 事实是——虽然人们还没有意识到这一事实——我们正处于一个非常严重的国际经济衰退之中，此危机可能会成为历史上最严重的一次危机。要想战胜它，不仅需要调整银行利率，而且还需要非常积极、坚定的政策。

金融危机的扩散

> 不管怎样，这只是回光返照——一个国家10%的上层人士像大公一样无忧无虑，像歌女一样随心所欲。
>
> ——弗朗西斯 · 斯科特 · 菲茨杰拉德，《爵士时代的回声》

1929年10月的事件只是一场更大灾难的征兆，而非引起灾难的原因。华尔街崩盘的这个串场节目，转移了人们对更大范围内不可持续的不平衡问题的注意力。经济史学家罗伯特 · 海尔布隆纳在大崩溃前夕指出：“位于社会金字塔顶端的约2.4万个家庭获得的收入，是金字塔底部600万家庭收入的3倍。”信贷在很大程度上并未被用于实体经济，而是被用于金融投机与炫耀性消费。而这些“轻松钱”又进一步助燃了20世纪20年代末期的投机炼狱之火。农民和其他初级生产者则在物价下跌和债台高筑中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苦苦挣扎。

美国繁荣的镏金大厦被证明是头重脚轻的虚像，是建立在分期信用贷款与保证金贷款的沙地之上的。华尔街的震荡最终让这座大厦倒塌：丧失抵押品赎回权、银行挤兑，最终出现大规模失业。1933年，美国1/4的工作人口失业，工业生产只有1929年时的一半，人均实际收入降到20世纪以来最低。在美国，有超过5 000家银行破产，而被冠以“胡佛村庄”的失业收容所则像是政治的疮疤一样遍及整个国家。

美国繁荣的镏金大厦被证明是头重脚轻的虚像，是建立在分期信用贷款与保证金贷款的沙地之上的。

华尔街的传染病很快传到美国疆界之外，影响了《凡尔赛和约》签署国的债务网络。各国虽努力阻止金融危机的扩散，但却徒劳无功。更为糟糕的是，为控制危机的进一步蔓延，西方国家政府转而设定更高的贸易壁垒。这些保护主义措施使自由贸易体系基本瘫痪，发达国家采取杀鸡取卵的方式应对危机——在大崩溃之后的4年里，这种保护主义竞赛使得国际贸易额减少一半，而商业活动也为之窒息，世界经济陷入近乎瘫痪状态。

应对当下

长期观念会误导当前事务。长期来看，我们难逃一死。若风暴来袭时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济学家能做的只是告诉我们风暴过后就会风平浪静，那么他们为自己定下的任务未免太简单、太没有价值了。

——凯恩斯，《论货币改革》

情势急迫，凯恩斯劝政府果断地将西方世界拔出深陷的“泥沼”——1931年初，他在广播节目中告诉听众：“行动、大胆与冒险精神才是（经济问题的）解药。”然而，处理金融问题的人士却几乎完全忽略了他的声音。传统智慧建议实行“清算政策”，用当时美国财政部部长安德鲁·梅隆的话说，就是让艰难时代“净化体系内的腐败”。一群正统金融的高级祭司宣称，股市暴跌是“经济周期”的自然现象，发达经济体都会经过这一过程，西方世界终究会自我恢复，并会再次实现充分就业。

经济周期向来被视为高度发达社会无法逃避的特征。最早的经济预测，出现在埃及法老王时代，约瑟夫预言7年丰收之后将会是7年饥馑。凯恩斯自己就出生在当时被认为是“大萧条”的时代。但直到20世纪30年代更严重的经济危机来临后，人们才见识到什么是真正的“大萧条”。许多人欣然接受景气转坏，视之为达尔文主义的例行大扫除，认为将表现不佳的企业借此筛掉也是好事。凯恩斯评论道，部分“严谨、虔敬”的人，甚至认为不景气有如市场神明给的报应：

……这是过度扩张之后，预期中不可避免的报应，是人类投机精神的报应。他们觉得，如此的繁荣胜景如不通过普遍的破产加以平衡，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邪恶的财神就会得胜。

然而，经济周期这个论点，却非常自然地隐含着另一个观念——到了某个阶段，经济会恢复原先的繁荣。凯恩斯总结道，正统经济学假设：

> ……长远来看，现存的经济体系是一个能够自我调整的系统，只不过中间会出现这样或那样的问题，而且还会受到时间延迟、外力干预和失误的干扰。

正统理论由于坚持维持所谓的市场效率，对大萧条冲击之猛烈视而不见，也对数百万的失业人口、家庭贫困乃至国家动荡无动于衷。因此，凯恩斯十分厌恶自鸣得意的古典主义经济学强硬派人士，大力抨击他们对公众所作的有关社会最终将会从大萧条中恢复的保证。他严厉斥责推销焦土政策的清算主义者，提醒他们，别再指望长期，因为“长期来看，我们都难逃一死”。在发生严重经济危机时，资本主义并没有太多时间等待自己复苏。

价值投资理念的最早表述

在过去的12年里，我对政策的影响力是微乎其微的。但就预测而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我却是非常成功的。

——凯恩斯对议员的演讲，1931年9月16日

进入20世纪30年代后，发达世界的经济依然没有明显的好转迹象。经济持续低迷，失业人数居高不下，社会上的不满越来越严重，而人们的情绪越来越不安。1932年，美国军队在道格拉斯·麦克阿瑟与乔治·巴顿的领导下，加之艾森豪威尔的协助（这也是他第一次参与武装冲突），残酷地用刺刀、坦克、催泪瓦斯清除了成千上万名老兵搭建的临时营地，而这些老兵只不过是在国会大厦前游行，要求政府提供援助而已。同年，英国官方公布的全国失业率高达20%，有些地区甚至达到了70%。英国前政府大臣奥斯瓦德·莫斯利爵士在这片充斥不满与绝望的土地上创建了英国法西斯主义者联合会。在欧洲大陆，大萧条表现为巨大的离心倾向——将人们驱离政治中心，纷纷向社会主义与法西斯主义发展。

凯恩斯最担心的不祥预感最终还是成为了现实。他警告过，“该死的、灾难性的”《凡尔赛和约》规定的有关同盟国支付巨额战争赔款的问题，必将导致不可调和的国际紧张局势。后来，他又预言，若按战前汇率水平回归金本位制，英国的贸易和资本流将会受到严重扭曲。而当世界因大萧条进入更糟的状况时，各国却以邻为壑，纷纷采取贸易保护主义政策。对此，他感到十分忧虑：

现代资本家是一个未经历过风雨的水手。当风暴来临，他会放弃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导航的责任，急于将邻居推下船以确保自己的安全，但由此导致的争斗却弄沉了原本可以将他带到安全地带的航船。

凯恩斯意识到，文明正处于“一个纤薄而危险的地壳”上。他认为经典主义经济学理论的标准秘方不外乎“放任事态自然发展”，这是非常不妥的，并且会产生误导。凯恩斯在英国经历过长达10年的经济衰退，因此多少能意识到大萧条不仅是经济周期的问题，其中还蕴涵深层次的、阻碍世界经济从萧条中走出来的基本结构问题。他通过报纸、宣传册、给政府官员的公开信及其所描述的“给财政部的建议”来阐述自己的观点。在做出上述努力的同时，凯恩斯也意识到他还应做更多的工作。只有建立一个全新的经济学理论，才能解释并解决当前发生的“巨大的失业率伴随着巨大的需求的异常情况”。

凯恩斯在金融市场的丰富历练让他对市场有了深刻的洞察，而基于这些洞察，他创建了一个全新理论来解释现代经济中的繁荣与萧条。凯恩斯激进理论的中心论点是，金融市场并不总是有效的，货币世界的剧变也会引起实体经济的动荡。此外，在理论构建过程中，他还附带着阐述了自己的投资理念，而这也是有关价值投资理念的最早表述之一。后来，这些理念为沃伦·巴菲特等股市投资者所采用，并获得丰厚收益。与同时代的经济学家欧文·费雪一样，凯恩斯在20世纪20年代末期的金融市场风暴中也遭受了挫折。但与不幸的费雪不同的是，他最终从挫折中站了起来，不仅学术声誉得以提升，个人财富也大幅增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

5

第五章

应对大萧条的新思维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单的矫正方式

……缺乏和贫困问题以及阶级之间、国家之间的经济斗争，只不过是一种可怕的错误，短暂且毫无必要。

——凯恩斯，《劝说集》

1930年，股票市场摇摇欲坠，等候救济的队伍不断延长，绝望的阴云笼罩着整个西方世界。而约翰·梅纳德·凯恩斯以其特有的逆向投资者的口吻，向人们陈述着他对此后100年里人类文明的憧憬。他呼唤着一个光明的世界，在那里，凭借资本主义制度无与伦比的效率，人们在为生存而进行的斗争中获胜，不再为经济必需品发愁，最终拨云见日。在他的理想国中，经济学家们回归了他们在社会中的应有位置，他们是“一群谦逊而有为的人，与牙医同处一级”，是用精妙的手法点拨政府政策之帆的技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术专家。

凯恩斯预言道，当这个经济伊甸园到来时：

我们将能摆脱统治我们长达200年的伪道义，正是这些让我们把一些最可憎的人类品质奉为圭臬。

对于凯恩斯来讲，对资本主义的崇尚催生了一个奇异的逆价值观的对等世界，将人类一些最不引人注目的秉性——“贪婪，逐利以及防范风险”——视为社会信条。然而，他承认，手段决定目的——倘若得到明智的管理，（资本主义）或将能够较其他已有的制度更有效地达成经济目的。凯恩斯对资本主义的态度正如丘吉尔对民主政治的态度——除了其他所有制度以外最差的制度。它是人类登上阳光普照的富饶高地的必要拐杖，到那个时候，会有一种更高贵的方式来管理社会。

资本主义的主要优点以及可取之处在于其效能。

资本主义的主要优点以及可取之处在于其效能。如果自由市场体系放弃追求无可比拟的生产力，其他一些表面看来不那么违背道德的社会模式或将成为首选。正如凯恩斯观察到的：

现代资本主义是完全无宗教的，没有内部联盟，也无多少公德心，很多时候只是一种所有者和追求者的聚集体，虽然这并非常态。这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种制度决定了它能够极其成功地存活下来，而不仅仅是苟延残喘。

凯恩斯在1933年记录道：自由市场体系不能“交付商品”的失败，意味着西方各国越来越希望抛弃其与资本主义订立的浮士德式的契约，并以“各种各样的政治经济实验”取而代之。

尽管凯恩斯自己对此制度的许多方面反感，但他仍旧认为资本主义不存在致命的缺陷。他断言，类似于旷日持久的失业和经济停滞这样重要的问题只有一个简单的原因，并可使用一种简单的矫正方式。所有需要做的只是废黜现有的正统做法，并将一套新的理论更加牢固地植入日常经济生活的实际——在其中人们与不确定的未来搏斗，并沦为贪婪、恐惧和无理性的猎物。

共产主义的吸引力

对任何人类问题总有一种简单的解决方案——它灵巧，貌似正确，实则错误。

——亨利·路易斯·门肯，《偏见》

1933年3月，在这个伟大而谦逊的国度，其新上任的领导者向他的子民发表了第一次演说。犹如一名《旧约全书》的煽动者，这位领导者严厉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谴责负责财政的官员，称其使他心爱的国家陷入危机：

> 金融家已经逃离了其在文明殿堂中的高位。我们现在可以恢复那所殿堂古老的真理。恢复的程度在于我们以何种程度更加崇高地运用社会价值，而不是仅仅谋求货币利益。

注意到“这个国家需要行动，而且是立即行动”，他敦促他的同胞们“像一支训练有素的忠诚的部队一样行进，愿意为了共同的机制而奉献，因为它或将带来更大的社会福祉”。这位领导者警告道，如果国家的危急形势依然严峻，他将寻求“更宽泛的执政权，这种权力大到就像我们真正受到外敌入侵时赋予我的权力一样”。

富兰克林·德拉诺·罗斯福在发表美国总统就职演说时，国家正陷于大萧条的深渊中，那时，正如罗斯福看到的，“工业企业的枯枝败叶遍布各处……成千上万家庭多年的积蓄化为泡影”。它令人不安地与德国纳粹党救世主似的演讲遥相呼应，就在罗斯福就职典礼两天后，纳粹党赢得了“二战”前德国最后一次自由选举中最多的选票。西方世界越来越绝望，曾经如此有效的资本主义制度现在好像无可救药地崩溃了，似乎只有运用极端手段方能将其从停滞中解救出来。

苏联的胜利加深了这种意志消沉，这个国度曾经断然与自由市场体制决裂。在克里姆林宫发出的坚定不移的五年计划的指引下，苏联在20世纪30年代大幅提高了其工业产值，其在世界工业制成品中所占份额几乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

翻了两番。受到共产主义兄弟般的理想及其物质上胜利的吸引，在大萧条的10年里，许多凯恩斯的朋友和学生都变成了“布尔什维克”。其他一些人则在严厉而又可靠的社团主义或法西斯主义规则中寻求庇护，这些人多在伦敦金融区或英国政府中。虽然布尔什维克、顽固派以及黑衣社出于不同的政治目的开了杀戒，但他们确实拥有一样相同的东西，那就是自由企业制度不再奏效，需要被取代。在20世纪30年代中期，马克思的预言——资本主义有其内在的退化性，似乎终于得到了证实。

新智慧

政治家们那些陈腐的智慧一半基于曾经正确或部分正确的假设之上，但这些假设的正确性在日渐减少。我们不得不为新时代创造出新智慧。

——凯恩斯，《劝说集》

凯恩斯不被那些希望废黜资本主义的言论所动摇，他似乎更多地将共产主义视为格鲁乔 · 马克思而非卡尔 · 马克思，驳斥它是“复杂难懂的把戏”，并向自己的学生声称他将《资本论》当做一部侦探小说来读，希望从中摸索出一条思想线索，但却无果而终。同样，他对法西斯成为一种政治手段并不看好——凯恩斯告诉英国法西斯领袖，他的行动是呼吁“将国家‘从你’手中解救出来，而非‘信奉你’”。以凯恩斯的观点，对资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本主义最严峻的威胁并非来自充满抱负的革命分子，而是来自那些极力声明对现有秩序忠心耿耿的家伙。

正统的金融理论认为，正如一个家庭在困难时期应该例行严格的财务原则，受萧条困扰的政府也应执行紧缩的财政政策。这正如亚当·斯密的推理，“管理每个个体家庭中的审慎做法用于掌管一个伟大的王国也很少会失败”，也如传统观点可以将好的家政管理推广于国家层面。支持正统制度是那些古典经济学的准则，它们假定自由市场制度受益于一套制衡系统，从而确保经济始终趋于充分就业。

在经典理论营造的过分乐观的世界里，所有的储蓄都会转化为投资，所有的工人会得到雇用，所有的产品也都将被消耗。因此，正如凯恩斯所评价的，任何对这个能够进行自我调整的系统的干预都会被视为：

> ……不仅仅是不适当的，而且还有失尊敬，就像蓄意妨碍一种强有力的进程向前的步伐，凭借它，我们自己能像阿佛洛狄忒从远古的泥淖中横空出世般升起。

然而，就像希腊哲学家泰利斯那样，在凝视星空的时候踉跄跌入井中，古典主义者被他们理论架构的巧妙弄得眼花缭乱，以至于忽视了基础的不完备。凯恩斯认为古典理论的“隐性假定很少甚至从未得到满足，因此它无法解决现实世界中的经济问题”。凯恩斯打算构建一个包含并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可解释现实世界不完美性的模型，而不仅仅是谴责现实无法践行严格的理论标准。

古典理论的缺陷

所有的成功革命都要冲破腐朽之门。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷斯，《不确定的年代》

凯恩斯，这个狂傲的叛逆者，绝不会为广为接受的经济事实所束缚。他展示出常被低估的英国式的实用主义德行，不会过于紧密地与某种世界观相结合，比如说，1930年，他曾漫不经心地告诉议会委员会说“我畏惧‘主义’”。凯恩斯认为经济是“一套思考的技巧，而非一系列固定的结论”。虽然起初他曾是古典主义理论的热心拥护者，但到20世纪20年代中期，他越来越多地将自己列为“怪人”之流，并断言自由市场经济会在“不充分就业均衡状态”中停滞漫长的时间。

凯恩斯观察到，建立在资源稀缺假设之上的古典主义经济学没有能力处理资源过剩或浪费的情况。对于正统理论，他说它“凭借世袭权利而非本身的价值统领我们”，而其政策主张常常会混淆常识。凯恩斯无情地抨击那些持所谓“‘稳健’财政”主张人士的胆小懦弱和精神错乱，他们死记硬背，生硬地罗列着令人厌倦的古典理论原理，来支持财政廉洁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与谨慎政策：

> 当同时存在失业者和闲置的厂房时，声称我们负担不起它们的说法绝对是愚蠢的。因为正是这些失业者使用闲置的厂房，而又恰恰是这些闲置的厂房雇用失业者。

为抨击愚蠢的清算主义者，凯恩斯称，古典范式并非完美无瑕的，它不是《圣经》，进而当时的经济萧条也并非不可抗力——它是一个人类的难题，能够通过合理的思考以及勇敢的行动来解决。为此，1934年下半年，凯恩斯声明：“我们正处于人类事务的一个非常时期，我们只能通过解决一道智力难题而获救，除此之外别无他途。”为了解决这个在当时看来压倒性的社会难题，凯恩斯不惜扬弃古典理论中的许多假设和结论。他曾向一个电台听众表示：

> 我们没有理由不放开胆量、打开胸怀，去尝试、行动起来。在我们面前，挡在路中间的不过是些个紧紧裹在长大衣中的老绅士，我们只需一点善意的不敬，不费吹灰之力便可轻松应付。

解决不确定性

打个比方说，我想挑起争执，因为唯有摆脱由此引发的争论，我所说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的才能为人所理解。

——凯恩斯致一位同行经济学家，1935年8月27日

出版于1936年2月的《就业、利息和货币通论》对正统学说所认为的“自由市场总能产生最优结果”的说法提出了质疑。如同爱因斯坦的广义相对论，凯恩斯的巨著推翻了广为接受的理论架构，向读者说明市场无须如牛顿力学中发条装置那般精准。凯恩斯将古典主义经济学家比做“非欧几里得世界中的欧几里得几何学家，他们发现表面上看似平行的直线常常会相交，便指责线条没有保持笔直”。在他看来，一部分古典主义学说虽然理论上很美妙，但实际上却建立在错误的假设之上，且在推论结果时明显与现实世界中的情况背道而驰。凯恩斯给自己规定任务，要颠覆前辈留下的冗余定理。正如他在1935年向他的朋友乔治·萧伯纳预言的那样，《就业、利息和货币通论》将会“极大地改变世界考虑经济问题的方式”。

《就业、利息和货币通论》写成的时候大多数发达国家都已忍受了一段漫长的滞胀时期——这种状况在正统经济学说看来是不可能出现的，理论认为市场能够进行自我调整，并自然地趋于充分就业状态。古典主义经济学家认为经济之所以日渐衰微，部分原因在于工人不是充分流动的。只要他们能够更像古典主义经济理论所描述的理性“经济人”那样行动，愿意降低工资到足以调节其雇用数量的程度，劳动力市场就将实现自我调整，充分就业状态也将再次实现。

凯恩斯认为那些正统理论是不道德的，而且是刚愎自用的，因为这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不确定的心理破坏了市场的有效运作。

理论将失业者的窘境本质上归罪于他们命运的悲惨。在《就业、利息和货币通论》中，凯恩斯凭借作为一名投机者的经历得出一个中心结论：不确定的心理破坏了市场的有效运作。不确定性的存在将周期性地导致投资不足以及过度储蓄，转而导致经济资源的不充分利用。对于这一事态，凯恩斯的解决方案是，通过提高政府支出来抵消减弱的商业和消费者活动，从而提高经济的总支出。

货币问题

投机改善了他的经济状况，经济状况改善了他的投机。

——尼古拉斯·达文波特评凯恩斯，《城市激进派回忆录》

凯恩斯理论的整治办法与那些东部教派的方法近似，这些教派认为世俗的诱惑和恶习只会败在放纵手中。同样，亚当·斯密认为消费者“虚荣的贪得无厌的欲望”由一只“看不见的手”引导着，最终走向是整个社会的进步。凯恩斯也提出了“一只隐藏的手”，它将赤字财政这个“恶”转变为实现充分就业和经济稳定的“善”。在表述这只“看不见的手”时，凯恩斯这个伟大的反常规而行者，提出了一项同样反常规的建议：在某些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，国家层面的挥霍或将成为最负责任的政策。

这一观点深深地冒犯了自由放任的正统学说，也冒犯了实行稳健财政的政策主张，这一主张严格执行平衡预算并恪守支出不超过收入的原则。在巴黎和会期间与凯恩斯结识的美国银行家罗素·莱芬韦尔的态度代表了当时伦敦金融区对凯恩斯这一观点的谦逊回应：

> ……凯恩斯及其学派没有务实者所具备的判断力……他们是公务员，是政治经济学教授，而非银行家或商人。

事实上，恰恰因为凯恩斯不只是一个公务员或经济学家，他才能挣脱正统的思想体系，开发出一套理论来解释挥之不去的不充分就业状态，正是凯恩斯在金融市场中的经历，赋予了他对现代经济实际运作方式的深刻洞察力。传统理论在很大程度上忽视了货币和金融交易——在经典理论中它们只不过是渠道，是蒙在实体经济头上的面纱。正如苏格兰哲学家大卫·休谟在200年前所总结的那样，正统理论中的货币“不是交易的车轮，它只是能够使车轮更顺畅和轻易地运动的润滑剂”。

较之将货币和金融市场从经济理论中抽取出来的做法，凯恩斯将它们视为一种推动力。他意识到货币远不只交易媒介或实体经济活动的虚幻影子这么简单——它“首先是一种精密的装置，用于连接当前和未来”。凯恩斯指出：

> ……我们将货币作为财富储备来持有的欲望是一个晴雨表，能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度量我们对自己的计算以及关乎未来协定的不信任程度……对现实货币的持有能够缓和我们的不安，而我们所需的保险费则是衡量我们不安的一个标准。

所谓“流动性偏好”是指持有现金或准现金的欲望，它能够衡量人们对未来的谨慎程度。当货币从“工业流通”移到“金融流通”，也即当储蓄未被投资于企业而是闲置时，经济衰退就可能出现。货币流动可被视为经济的新陈代谢，当人们因为对未来的担心而进行储蓄，或投资者对启动新项目的前景不抱信心时，繁荣的链条就会崩断，“企业就会败落并死去”。

援助“看不见的手”

……这不是一种贫困危机，而是一种富裕危机……在这种紧急关头，我们听到的却是厉行节俭，却是在任何可能的情况下都不要利用世界的潜在生产力。毋庸置疑，为我们指出这种逃生之路的人都是蠢材和疯子。

发出声音告诉我们逃脱之路在于严控经济，在任何可能的情况下都要抑制使用世界潜在的生产力和紧缩财政的人，都是傻瓜和疯子。

——凯恩斯，《世界经济展望》

凯恩斯认为长期的衰退只有一个简单的原因，而不存在复杂的深层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次原因，因此能够寻求一个简单的解决方案而无须运用激进的补救措施。他断言，经济引擎无非是出现了些“磁电机故障”。马达大体上还是健康的，而且有很多备用燃料——仅需一个转化的火花使机器开始运转，即可重归繁荣之路。身处大萧条的深渊中，凯恩斯还轻松地对电台听众说：“我们正在经历的只是青年的发育期痛，而不是老年人的风湿痛。”凯恩斯还暗示听众，那只著名的“看不见的手”只不过需要一只援助之手。

犹如早前的人文主义者，他们拒绝将人类视为被动服从上帝意志的玩物，凯恩斯主义整治方案亦不曾将经济福利责任放在无所不知、无所不能的市场上面。人类的经济命运牢牢掌握在自己手中，因为政府能够进行积极的政策干预，通过“逆风消费”来平滑商业周期——凯恩斯如是指称财政微调。他声称：

> 对于政府来说，重要的不是做那些个人已经开始做的事，也不是做得好一点或者差一点，而是去做那些目前尚未开始做的事。

《就业、利息和货币通论》的出版造成了观点上的两极分化。有些评论家虽然欣赏该书的机智，但却认为其存在理智上的缺陷，是“一系列糊涂的诡辩的杂糅”。剑桥经济学教授亚瑟·庇古以一种十分婉转的方式补充道：“我们已经目睹了一位艺术家向着月亮射箭。”他评价道：“不论他的射击术被看成什么，我们都钦佩他精湛的技艺。”其他一些人，如奥地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利经济学家弗里德里希·冯·哈耶克，认为该书是通向集权主义国家的第一步，这在当时的德国和俄国已经发展起来。凯恩斯坚定地驳回了“反对派的悲观主义情绪，他们认为我们的经济和社会生活是如此不稳定，以至于我们不应该冒险做任何实验”。在通过引入少许“社会主义化投资”来缓和资本主义的过剩状况时，凯恩斯认为社会实际上将得到免疫，以抵制集体主义和独裁主义更严重的威胁。

凯恩斯认为他的“生产货币理论”在“内涵方面适度地保守”。凯恩斯主义蓝图仅仅主张在亚当·斯密那只“看不见的手”因不活动而萎缩时，经济需要一个外部刺激，“一个冲量、一次摇摆、一次加速”——凯恩斯如是描述它。一旦经济引擎被再次点燃，“我们的中央控制根据充分就业条件成功确立符合实际的产出总量”，他评论道，“从此以后古典主义理论将再次盛行起来”。在之前的一个世纪，索尔兹伯里勋爵这样描述英国的外交政策：“懒洋洋地顺流而下，间或使出一个外交手腕以避免碰撞。”凯恩斯提出的经济政策在概念上与之类似，只是在执行中略微强硬一些——政府将会充当国家之帆的方向舵，在事业和停滞隐约可见时指引经济脱离危险。

新思维方式

所有的真理都须经历三个阶段：第一，被嘲笑；第二，被强烈反对；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，被认为不言自明，广为接纳。

——亚瑟·叔本华，《人生的智慧》

凯恩斯的理论所讲的正是许多政治家所愿意听到的。他认为，经济复苏之路不在于紧缩财政，而在于更高的支出以及更低的税收。然而，他的观点在经历了很长一段时间后才被政策制定者所接受，这多少有些出人意料。直到持续性的全球公共开支时期，或有人认为是“二战”时期，“凯恩斯主义”才成为西方世界的统治性信条。凯恩斯曾在《就业、利息和货币通论》中写道：

经济复苏之路不在于紧缩财政，而在于更高的支出以及更低的税收。

那些自认为不受任何智力影响的务实者，通常会成为一些已故经济学家的奴隶。那些听信传言的掌权的疯子，正从数年前的一些学术败类那里习得暴躁。

凯恩斯的学术观点，即财政政策应被用来微调经济“总需求”，如此全面地侵占了古典主义学派自由放任理论的地位，就像达尔文的观点取代了《创世记》一样。

在“二战”后的30年里，西方世界在所谓的“永久性繁荣”情况下奢侈运转，即使是凯恩斯最激烈的反对者，也不情愿地承认，“我们现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是凯恩斯主义拥护者了”。凯恩斯边踢边吼着将经济拽进了20世纪，从研究稀缺条件下的选择转而研究不确定条件下的选择，也从强调微观经济因素转向了强调宏观总量。他以自己的方式贡献着布鲁姆斯伯里派的使命，将现代主义引入西方社会，较之早期的经济理性和机械秩序，他的经济学或许更多地来源于西格蒙德 · 弗洛伊德的原始心理构想。

凯恩斯主义霸权将最终屈服于20世纪70年代各种各样的反革命运动。当时，“滞涨”状况（即在高失业率的环境中物价持续上升的状况）催生了新古典经济学，尤其是货币主义的复苏。然而，正当第一次凯恩斯主义政变的余烬消失时，第二次凯恩斯革命被引燃。在20世纪70年代后期，蓬勃兴起的行为金融学将经济学与心理学进行融合，重拾了凯恩斯在投资者心理和股票市场表现上的观点。在半个多世纪前已全面推翻古典经济学众多自信结论的《就业、利息和货币通论》——这或许是世界上第一部行为经济学著作——将会再次成为新思维方式的蓝本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

6

第六章

市场中的动物精神

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场中避开人群

每个作用力必定对应一个同样大小的反作用力。

——艾萨克·牛顿爵士，《自然哲学的数学原理》

1936年7月，《就业、利息和货币通论》刚出版几个月，凯恩斯从一个身陷财务困境的英国贵族手里拍得一个大号钢箱，这个箱子里装的是艾萨克·牛顿——剑桥大学最著名的毕业生的部分手稿。牛顿被后人誉为科学巨人，他的父亲是一个农夫，目不识丁，但他却引领世界进入了启蒙时代。用亚历山大·蒲柏的话说：

天不生牛顿，万古如长夜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅在被称为“奇迹之年”的1666年，年轻的牛顿就在家中——当时爆发的瘟疫使剑桥各学院关闭——创立了微积分、提出了万有引力定律，并推出了他的光学理论。他被认为是“整个机器大秘密”的发现者。他身上所散发出的耀眼的智慧光芒，使得中世纪的迷信和无知无所遁形。

然而，在某种程度上，这位推理大师却是一个鲜为人知的异教徒。据他的助手表示，早年的牛顿将很多时间花在了“精心构造”上，他的“化学实验……旨在寻求人类艺术和工业所不能及的东西”。尽管他提出了机械的世界观，但牛顿绝不是一个纯粹的几何学者，他痴迷的是炼金术和超自然现象。他从来都不认为这个世界上存在“完全没有生命的东西”，相反，他认为大气中看不见的“动物精神”使得所有生命都充满活力。

此外，牛顿还是一个坚定的物质财富追逐者。尽管他的炼金术未能将普通货币转换为黄金，但他最终却找到了属于自己的点金石，出任皇家造币厂督办。任职期间，牛顿负责英格兰的货币重铸工作，并从中收取佣金，因此获得巨额财富。1720年，已是暮年的牛顿将部分财富投入南海公司，后又将所持股票卖出，获得可观收益。受股价持续攀升的诱惑，牛顿再次进入市场，但这次却没有了上次的好运气。南海泡沫破裂，牛顿损失2万英镑——按现在的币值计算，约合600万美元。在经历了金融世界的这次万有引力演示之后，他不无悲伤地叹道：“我能计算天体的运行，但却无法洞悉人类的疯狂。”

如同心目中的英雄牛顿一样，梅纳德·凯恩斯对此也有深刻体会：金融市场有时候会充斥着不可预测的“奇想、情感或机会”，且“完全取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决于乐观或沮丧的非理性思潮”。凯恩斯之所以发此感慨，很大程度上是因为这样一个事实，那就是无可避免的不确定性。

在花费了10年试图预测变幻多端的市场，且遭遇多次错误重创之后，凯恩斯最终得出这样一个结论：随波逐流者将会成为他人的牺牲品。在他看来，不论是追逐牛市还是逃离熊市，都要避开狂热的人群。

随波逐流者将会成为他人的牺牲品。

经典理论不可靠

……在我们最关注的地方，（上帝）只是让我们在黑暗中看到了一丝曙光。

——约翰·洛克，《人类理智论》

在凯恩斯的诸多成就中，其中之一就是对牛顿的研究。他是一位领先的牛顿研究专家，而通过购买这位科学家的手稿，他的权威地位进一步确立。凯恩斯让世人看到了牛顿沉迷于神秘学的、形而上的一面，将他描述为一个“一脚踩在中世纪，另一脚踏上通往现代科学之路的人”。此外，他还运用牛顿的“动物精神”思想，认为在这个据称是机械世界的金融市场里，驱动投资者的往往并不是预期结果的临床分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中解释说，金融市场不仅倾向于降低效率的周期性信息流，而且还倾向于与经典理论理性行为体背道而驰的投资者，因为对预期结果的冷静计算是根本不可能的。基于无可辩驳的常识，凯恩斯注意到，对于某些事件来说，“没有科学依据表明其具有任何可计算的概率”。

一个突出的事实是，在我们必须要做的预期收益估计方面，我们所依赖的知识是极其靠不住的。对于哪些因素将会决定一项投资未来几年的收益，我们所依赖的知识通常也是非常少的，而且往往可以忽略。坦率地讲，我们必须承认，在诸如铁路、铜矿、纺织厂、专利药品信誉、大西洋班轮、伦敦金融城的建筑等投资项目上，我们所依赖的可估计其未来10年收益的知识是相当有限的，有时甚至是一无所有……

“愿望是思想之父。”凯恩斯曾这样评论道。显然，就有效市场而言，正统理论似乎掩盖了这样一个事实，即“核心风险”——无概率可言的不确定性——阻止了对股票预期收益的准确计算。因此，凯恩斯抛弃了正统理论的美好假定，亦即在对证券估值时，金融市场参与者可以作为“一个优秀的边沁主义者，对一系列的预期优势和劣势进行分析，然后分别乘以一个合适的概率，计算其最终结果”。尽管存在经典理论的假定，但正如凯恩斯所指出的，很多关于经典理论的因素“我们根本不知道”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不做决定就是最后的决定

预测是非常困难的，尤其是关于未来的预测。

——尼尔斯·玻尔

凯恩斯援引哲学家喜欢用的一个悖论——“布里丹之驴”——来说明为什么“行动和决定的必要性会迫使我们成为务实之人”，会让我们忽视这样一个“尴尬的事实”，即一个独一无二的正确的股票估值是不可能的。所谓布里丹之驴，是指将驴置于两堆对其具有同等诱惑力且与之距离相同的干草中间，那么它最终只会挨饿，因为它不知道到底该吃哪一堆。正如这一寓言中的驴子，股市参与者——如果他们试图在投资决策中运用一种完全理性的方法——也会因不可预知的未来而无法做出投资决策。相反，在对股市机会进行评估时，他们会求诸更少的分析因素：

为避免处于布里丹之驴的位置上，我们依赖于种种动机。从估值结果角度来看，这些动机都不是“理性的”，而是由习惯、本能、偏好、欲望和意愿等决定的。

股市参与者会受到——至少在一定程度上——一些非理性的但在某种意义上也绝非不合理因素的驱使。不同于其他一些投资（如政府债券，它支付固定利率，且当前投资价值是可以准确确定的），股票处于一个模棱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两可的迷离地带。这个不确定缺口就像一块空白的帆布，投资者在上面描绘自己的热切希望或黑暗恐惧。“动物精神”——凯恩斯将其定义为“天生的行动渴求而非坐以待毙”——鼓励且允许个人在任何投资决策中弥补这一固有的不确定缺口。

凯恩斯断定，投资者并不是正统理论完美的、博学的计算器。尽管有人支持有效市场理论，但股市行为并不是也不可能是由完全理性的因素控制的。在决定买进、卖出或持有一只股票的决策中，投资者心理扮演了一个极其重要的角色。正如凯恩斯所总结的：

> ……我们积极活动的很大一部分依赖于自发的乐观主义而非数学预期，无论是在道德、享乐还是经济方面。很多时候，我们决定去做一些积极的事，而决策的全部后果可能在很长一段时间后才能显现。在这种情况下，做这些决策只能视为是动物精神的结果……而不是把量化的好处加权平均，乘以概率所计算出的结果。

风险规避的影响

> 过去股市预测了9次衰退，只有5次准确。
>
> ——保罗·萨缪尔森，《新闻周刊》

不确定性的存在不仅意味着投资者在做投资决策时依赖“信息状态”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或“动物精神”，而且也夸大了短期因素对股票表现的影响。在1930年出版的《货币论》一书中，凯恩斯指出：

……对不远的将来，我们是如此敏感，甚至是过度敏感，我们以为我们会了解一些，即便是消息灵通人士亦是如此，但说实话，对于更远的将来，我们几乎一无所知。

这并非不合理，凯恩斯表示，投资者更重视那些他们更自信的事情，“即便这些事情比起其他我们感到模糊不清和缺乏了解的事实来，与问题的关联程度较小”。因此：

……眼前的既成事实就不成比例地进入我们长期预期的形成之中。我们通常的行事法则总是：将当前的情况引申到未来，只有在或多或少地有具体理由预期将来会有变化时，才对引申作出修正。

关于“现存事态会无限期继续下去”这一宽泛假定意味着：

既有投资的利润经常发生暂时和无关紧要的日常波动，然而这种波动却对市场施加了非常重大的影响，其影响甚至到了荒谬的程度。

凯恩斯就这一趋势作了举例说明，当然这其中多少也有一些夸张的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分：“受季节性因素影响，美国制冰公司的股价在夏季要高于冬季，因为夏季公司利润较高，而冬季则缺乏消费需求。”同样，“公休日的增加会使英国铁路系统的市值上扬数百万英镑”。

这种对短期的关注意味着投资者的预期以及股价将会对新信息极其敏感，因此：

> 面对现代世界的复杂性和不确定性，任何事件都会导致市场价值的波动幅度高于其理应波动的幅度……

简而言之，不确定性这一不可避免的事实促使股市参与者去占有新信息，从而导致股价超调。经验证据支持凯恩斯的论点——研究表明，相比于基本盈利和股息的变化，股价的波动幅度远超过预期的波动幅度。普通投资者的“风险规避”天性进一步强化了过于重视新信息的趋势——对于同等幅度的投资收益和财务损失而言，他们更倾向于重视后者。风险规避会导致股价对负面新闻作出不成比例的反应，因为投资者更关注那些受不利新信息影响的证券价格。

市场的骗局

兰道夫公爵：威廉，你认为猪腩肉的价格会持续下跌，确切原因是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比利·雷·瓦伦丁：猪腩肉的价格整个上午都在下跌，这意味着每个人都在等它的价格降到最低点，以便低价购买。而这也就意味着那些握有猪腩肉合约的人会说，“嗨，我们亏大了，而圣诞节就快到了，我没有钱为我的儿子买‘大兵乔’玩具！而我的老婆，如果我挣不到钱，她都不愿意和我同床！”所以，他们现在处于恐慌之中，他们不遗余力地叫卖，寄希望于在价格下跌之前脱手。他们现在已经处于恐慌之中，我能够感觉得到。

——影片《颠倒乾坤》

在正统金融学家眼里，股市永远都是无懈可击的效率典范，但凯恩斯证明事实并非如此。股价将会朝着一个方向或另一个方向猛涨，因为动量已经占据了市场，而更为根本的是，在某种程度上，投资决策会受到必要的非理性因素的驱使。正如凯恩斯所指出的，基于无可避免的不确定性这一事实，“各种各样的考量进入到市场估价中，而它们与预期收益是毫无关系的”。

仅以马赛尔·普鲁斯特为例。一位传记作家对20世纪初的这位富有但却深受神经衰弱困扰的法国作家作了如下描述：

> ……他作出了很多毁灭性的投资，但却拒绝听取银行家的建议……他往往会因公司如诗般的名称而买入一只股票（如“坦噶尼喀铁路公司”、“澳大利亚金矿公司”），事实上，这些股票只不过是他渴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望到异国他乡旅行的替代品而已。

正如托尔斯泰笔下不幸的家庭一样，非理性的投资者各有各的非理性。普鲁斯特的购买决定是在他一尘不染的软木贴面卧室里作出的，而引导他作出决定的就是公司的名字，它们就像是普鲁斯特浸泡在热茶里的玛德琳饼干一样，让他着迷不已。而其他市场参与者或许并不像普鲁斯特一样充满诗意，但他们同样也会受到股价认知趋势的影响，受到内部提示的影响，甚至还会受到隔壁邻居当前所做的事情的影响。

正如托尔斯泰笔下不幸的家庭一样，非理性的投资者各有各的非理性。

凯恩斯的股市观点与正统金融理论是背道而驰的。正统理论正如读者在参考书中看到的，认为“投资者会切实关注公司的现金流以及这些现金的去向”。在经典理论的虚幻世界中，股市被认为是一台可以准确反映证券未来收入现值的机器。为了巧妙构建理论，真实世界中的复杂情况——如不确定性和投资者信心状态——自然被排除在外。正统理论并不承认动物精神的病毒会感染股市这台机器，使之产生的数字与真实价值的合理评估相去甚远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庞大和复杂的机制

在某种情况下，群体所表现出的新特征与组成该群体的个体之特征迥然相异。

——古斯塔夫·勒庞，《乌合之众》

经济学一直以来都受“硬科学”发现的巨大影响——牛顿物理学的无比精确在经典理论的机械世界观中得到反映；达尔文“适者生存”的学说鼓舞了维多利亚时代强权式的自由贸易政策；而爱因斯坦令人难以理解的相对论则在凯恩斯主义者的世界中得以体现，在这个世界，如同时间一样，货币有时候并非一个缺乏活力的无名小卒。然而，凯恩斯认为，经济学至少在一个关键方面与科学是相背离的。他声称，“在物理学中表现堪称完美的原子假说在经济学中失灵”，因此：

> 我们处处遇到有机统一的问题，遇到离散性的问题，遇到不连续性的问题——整体并不等于部分之和，数量比较令我们失望，小的比较产生大的影响，同样的和同类的连续性假说并不令人满意。

正如凯恩斯所指出的，经济所展现出的是所谓的“突现的特性”：一个系统中复杂的——有时是不可预测的——集体行为，而这源于个体间互动的多样性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

微观经济学原子论世界中的行为，并不总适于以整体为研究对象的宏观经济学。凯恩斯关于“合成谬误”的最著名的一个例子就是“节俭悖论”。他指出，储蓄对于个人来说是一件好事，但如果所有人都增加他们的储蓄，那么总需求就会减少，最终导致社会上的总储蓄减少。同样，有时候股市——自由市场体系最纯粹的表达之一——也会展现出“突现的特性”，个人行为变异为群体非理性。即便对凯恩斯这样兴趣广泛且能力超群的人来说，股市也是一个过于庞大和过于复杂的机制，以至于人们难以作出准确预测。

投机者变为投资者

不要试图低价买进高价卖出。除了说谎者之外，没有人能做得到。

——伯纳德·巴鲁克，《巴鲁克自传》

凯恩斯最终得出结论：鉴于股市的极端不确定性和复杂性，短期“动量投资”方法很少能够让投资者获得财务上的成功。正如他在1938年5月向一位同事所坦言的：

我只能说我是信贷周期投资的主要发明者之一。在过去跌宕起伏的近20年间，有5方在细节上采取了截然不同的投资策略，但无一取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得成功。

凯恩斯认为，信贷周期投资需要“反常的远见”和“非凡的理解力”，而且这种必要的积极投资政策所需的交易成本也会侵蚀交易利润。在给国王学院地产委员会的一份备忘录中，凯恩斯就这一主题作了进一步阐述：

……我清楚地知道，批发转型（在经济周期的不同阶段进入和撤出股市）是不可行的，而且也是根本不受欢迎的，这其中有很多原因。大多数试图这样做的投资者要么卖出股票时间过晚，要么买入时间过晚，或两者皆过晚，导致高额交易费用，且引发易变的投机心理……

在凯恩斯看来，没有什么方法可以应对市场的疯狂。受此影响，他的投资策略发生了根本变化。在1929年大崩溃之后，凯恩斯完全改变了他的投资原则，从而成为一个投资者而非投机者：他关注的是可能的未来表现而不是过去的趋势，是预期收益而不是卖价，是特定的股票而不是更宽泛的指数；他依赖的是自己的而非市场的判断。简而言之，凯恩斯已经从市场择机者转变为价值投资者，寻求从市场波动中获利而不是参与市场的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE
KEYNES
MUTINY

7

第七章

游戏玩家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非理性的“郁金香狂热”

“在这种场合，最好是群众怎么做就怎么做。”“但假使有两种群众呢？”史拿格拉斯先生提出疑问。“跟着大多数人叫。”匹克威克先生回答说。

——查尔斯·狄更斯，《匹克威克外传》

“郁金香狂热”见证了动物精神病原体的威力，它让世界上最冷静的人——17世纪的荷兰民众陷入狂热。正如查尔斯·麦凯在关于人类蠢行的《非同寻常的大众幻想与全民疯狂》一书中所回忆的，人们占有郁金香的欲望之高，以至于：

贵族、市民、农民、机械师、水手、男仆、女仆乃至烟囱清洁工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和年迈的女裁缝，也都涉足郁金香。人不分阶层，皆将他们的财产转换为现金，投入花市。

随着对这种外来植物投机热情的不断高涨，交易者甚至还开始出售他们尚未种下的郁金香球茎，这可以说是最早的期货交易合同之一。基于这一创新——那些未参与这一狂潮的人对此颇为不屑，将其称之为“风中交易”，投机风潮进一步狂热化，因为交易由此从实体层面转向了虚拟层面。

“斑斓花”——即花朵绚烂多彩的栽培品种的价值最高。到1637年初，一株“永远的奥古斯都”——该品种郁金香的花朵为火红、纯白两色，煞是好看——的球茎的价格已相当于阿姆斯特丹运河沿岸一栋大面积豪华别墅的价格。这些价格不菲的郁金香之所以拥有如此艳丽的花朵，完全是一种病毒引起的，而后来发现，在增加郁金香魅力的同时，该病毒也加剧了郁金香的脆弱性。麦凯这样解释道：

> 改良后的郁金香的生命力虽然脆弱，但花朵更为鲜艳，因此花商也就更乐意接受……结果就是，作为文化代表作的郁金香，其花朵越鲜艳，生命力就越脆弱。如此一来，即便是运用最好的条件，投入最无微不至的照顾，它也很难被移植，甚至根本都养不活。

荷兰的“郁金香狂热”最终不可避免地，以一种颇为壮观的方式予以解套。1637年1月尚能卖5 000荷兰盾的球茎在一个月之后就降至50荷兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盾。对于暂时性的“流行病”，荷兰法院开出了对症的药方——将所有的交易都归于赌博游戏，它们拒绝强制执行那些尚未履行的合约。

“郁金香狂热”既是对占据市场的周期性非理性的一种展现，也是对总体金融交易的一种比喻。如同郁金香——品种的改良与品种的脆弱性并存——一样，股市越发达，其感染动物精神病毒的风险就越大。正如凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中所指出的，当“投资市场的组织改进时，投机的风险就会增加”。

在驳斥了关于投资者是综合考虑风险加权预期现金流的理性计算机器这一神话之后，凯恩斯接着在《就业、利息和货币通论》中确定了其他在他看来会损及市场效率的因素，这主要是因为金融交易的日趋成熟。凯恩斯表示，当具有辨别力的投资者的人数“非常少时，他们的行为并不会支配市场”，证券交易所可以展现其“游戏参与者”的特点：过于短期的投资策略和两极化倾向。

民主的危险

我不想加入任何愿接纳我为其成员的俱乐部。

——格劳乔 · 马克斯，《格劳乔和我》

作为一个始终坚持自我的精英人物，凯恩斯认为，股票投资的日趋民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主化只会影响这一体系的稳定性。正如他在《就业、利息和货币通论》中所观察到的：

> 伦敦证券交易所的罪之所以少于华尔街，其原因并不在于民族特性的差异，而在于一般英国人进入思罗克英顿大街比一般美国人进入华尔街要困难和昂贵得多。

凯恩斯认为，“流动的”交融交易——即那些交易成本较低且面向所有公众的交易——鼓励了业余投资者的进入。这些业余投资者“没有关于经营状况（不论是实际状况还是预期状况）的专业知识”。

在他看来，真实知识的缺乏增加了股市的不稳定性以及股市对信息过于敏感的特性，“因为没有强有力的信赖基础可使价值保持稳定”。此外，凯恩斯还不无遗憾地表示，金融交易及其固定报价和随时准备将投资予以货币化的可能：

> ……经常向个人提供修正其承诺的机会。这就像是一个农夫，早餐后依据晴雨表记录，决定在上午10点至11点从农业经营中撤走资本，并重新考虑是否在本周稍后时候再投资农业经营。

高流动性、低交易成本以及互联网的到来使得时下的股票交易更为容易，而结果就是，资本的不稳定性进一步恶化。此外，这些因素也使得股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票成为日趋抽象的概念，偏离了它们所代表的企业——“一个抽象概念、一个名字、一个象征，与一定数量的钱相挂钩”。而这种转变，正如一位评论人士所言，如同17世纪荷兰的“郁金香狂热”。在很多市场参与者眼里，股票与报纸专栏里或电脑屏幕上的数字是没有差别的。股票成为一种与基本业务无关的交易筹码，不再代表你所拥有的企业部分权益，而这进一步助长了人们的投机思维。

确定短期目标的因素

世俗的智慧教导我们：在声誉上，守成规的失败比不守成规的成功要好。

——凯恩斯，《就业、利息和货币通论》

这是一个关于两个猎人的故事。在一片树林里，他们不停地奔跑，以躲避脾性暴烈的熊的袭击。在逃跑途中，一个猎人停了下来，然后打开背包，换上了一双跑鞋。另一个猎人很不屑地告诉他说，你根本就跑不过熊，即便换上这双跑鞋也无济于事。“我没有必要跑过那头熊，”他回答说，“我只要跑过你就行了。”在现代股市中，类似的动态情况也同样存在，基金经理以及其他金融机构的业绩表现也主要是看他们与同行之间的比较，看他们的短期表现，而不是看他们的长期绝对投资表现。这一衡量标准自然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会鼓励基金经理采取短期策略，这是因为，即便机构本身不受大众呼声的影响，但它们的持有人却不具有这种抗拒力。

有效市场假说认为，虽然部分股市参与者并不具备斯波克式的理性和冷静，但聪明的投资者无论如何都会抑制由此产生的任何定价异常。凯恩斯驳斥了这种假说，认为这只不过是一个方便的虚构而已：

> 人们可能会设想：知识和判断能力超越一般投资者的市场专家之间的竞争，会修正缺乏知识的个人的胡思乱想。然而事实是，专业投资者和投机者的精力和技能主要用于其他地方。实际上，在这些人中，大部分人所关心的并不是对投资的可能收益作出很好的长期预测，而是希望能够比大众更早一点看到基于成规的估价的变动。

实际上，专业投资者很少接受正统理论给予他们的市场监控者的角色。正如凯恩斯所指出的，这里存在着足以压倒一切的机构压力，即便所谓老练的投资者是：

> ……在由委员会、董事会或银行管理的投资基金中最能促进公共利益的长期投资者，却也恰恰是实际上最受批评的人。因为他的行为在一般人心目中，本质上是怪异、不守成规、过于鲁莽的。如果他成功了，这只能证实一般人对他的鲁莽的评价；如果在短时期内他失败了（很可能是这样），他也不会得到更多的同情和怜悯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同众多投资者一样，基金经理更关心的是不让自己的业绩低于他人的业绩，而不是试图超越他人的业绩。实际上，他们所提供的对冲力量并不足以抵消反复无常的投资者的力量。在很多情况下，他们实际上放大了投资者这种非理性的摇摆状态。

基金经理更关心的是不让自己的业绩低于他人的业绩，而不是试图超越他人的业绩。

对于很多机构投资经理来说，确定其短期目标的是另外两个因素，一是强调以“总收益”为业绩指导，二是“指数追踪基金”的存在。总收益评估（包括股息支付和某一既定股票价格的上涨或下跌）通常为尚未实现的资本收益或损失所主导，这样一来，重点又回到了短期股票的变动上。指数追踪基金——通过持有一个具有代表性的股票投资组合，来复制市场表现的投资工具——会强化市场趋势，从而导致市场超调趋势进一步恶化。指数基金是无可比拟的动量投资者——在某一股票的价格亦即其价值相对于大盘上涨时，它们会自动大量购买该股票，而在价格下跌时，它们则会自动卖出该股票，这样一来，股市的超调趋势就会进一步加强，而所谓的金融交易的有效性也会进一步削弱。

“市场先生”的癫狂与清醒

双相情感障碍指病人反复出现情绪和活动水平的严重紊乱。这种紊乱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在有的情况下表现为情绪高涨、精力旺盛和活动增加（躁狂），而在其他情况下则表现为情绪低落、精力下降和活动减少（抑郁）。从特征上来讲，康复通常是指一个人处于这两个极端之间……

——世界卫生组织，《精神与行为障碍分类》

在凯恩斯看来，股市会因投资者心理的变化而产生剧烈波动，对信息流极其敏感，会因新信息而出现超调，过于关注短期价格表现，且充斥着为数众多的虽然参与交易但却不具备股票“专业知识”的投资者。对于凯恩斯这一颇具偏见的观点，美国投资家、学者、金融市场从业人员本杰明·格雷厄姆表示赞同。和凯恩斯一样，格雷厄姆在大萧条期间也曾遭遇重创，其股票投资组合的价值在股市暴跌期间缩水近3/4。同样和凯恩斯一样，这一损失以及在华尔街的工作实践促使格雷厄姆从更深的层面去思考金融交易以及交易的脆弱性。

格雷厄姆认为，股市会定期受投资者情感的钟摆影响，当一只股票的报价严重偏离其基本价值时，那么这些摆动就会为理性的、有耐心的投资者所利用：

……对于真正的投资者来说，价格波动只有一个重要意义，那就是为他提供了一个机会，让他在价格骤降时精明地买入，在价格暴涨时精明地卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为阐述自己的观点，本杰明·格雷厄姆提出了一个思考股市的新奇方式。他鼓励投资者去想象这样一个场景，即与他们进行交易的是一个在每个交易日都会按某一既定价格提议买入或卖出股票的个人。正如格雷厄姆所解释的：

> ……“市场先生”实际上非常乐于助人。每天他都会告诉你，你手中所持权益的价值是多少，且基于这一价值提议你买入或卖出额外的权益。

通常情况下，“市场先生”是一个相对稳定和理性的实体，其所提议的股票交易价格与股票的真实价值是大致相当的。然而，有时候“市场先生”也会陷入躁狂或抑郁，或因负面新闻而恐慌，或因积极的进展而狂喜，或过于专注短期因素而错失全局。当市场先生“让他的热情或恐惧与之随行时”，格雷厄姆注意到，“他向你建议的价值似乎就有一些可笑了”。

格雷厄姆指出，股市有时候是神经质的、多疑的、短视的，且会受到躁狂和抑郁的折磨——如果它是人的话，那么就需要药物治疗了。然而，尽管存在如此多的病症和性格缺陷，但“市场先生”还是拥有一项优秀品质，那就是不屈不挠。即便投资者对他持续不断的请求毫无回应，他也不会感到懊恼；在每个交易日，他还是会一如既往地向你提议买入或卖出证券的价格。利用“市场先生”作为投资顾问，格雷厄姆警告说，这对投资者来说将是灾难性的。另一方面，在“市场先生”处于非理性状态时，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们可以利用这个可怜的家伙。虽然“市场先生”经常会陷入癫狂状态，但他最终会清醒过来，届时股价也将回归其基本价值。

造就巴菲特

查尔斯·芒格：葡萄干和狗屎混到一起后还是一堆狗屎。

沃伦·巴菲特：这正是为什么他们要我写年度报告的原因。

——伯克希尔·哈撒韦公司年度会议，2000年

本杰明·格雷厄姆的投资公司孵化了很多优秀的价值投资者，而其中最著名的就是沃伦·巴菲特。巴菲特是世界上最富有的人之一，但不同于亿万富翁俱乐部中的其他成员，他的财富完全建立在股市和其他公司投资之上。正如《时代》杂志对巴菲特的描述：

> 我们见过富可敌国的石油大亨、房地产巨头、航运巨子和强盗资本家，但巴菲特是仅靠选股而进入这一行列的第一人。

巴菲特的投资生涯可追溯到半个世纪前，而他创下的纪录也让人叹为观止。在大约40年前，巴菲特收购了伯克希尔·哈撒韦公司，并将其作为自己的投资工具，取得了50倍于大盘市场收益的骄人成绩。这一投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现意味着年平均复合回报率超过20%。对于其他任何大型长期投资者来说，这都一个无法企及的纪录。

巴菲特和伯克希尔·哈撒韦公司董事会副主席查尔斯·芒格可以说是投资界的神枪手和智多星。巴菲特是一个爱说俏皮话、喜欢喝可乐的古稀老人，犀利的警句隽语充分展现了他惊人的金融智慧，而如今已是耄耋之年的芒格则完全沉浸在自己的配角角色之中，而且从来都是唱反调。在致股东的信中和在伯克希尔·哈撒韦公司的年度会议（这被董事会主席称为“为资本家举办的伍德斯托克音乐节”）上，巴菲特将自己描述成一个不善交际的中西部人，表面看似木讷，但实际上却很聪明，而且对于生活常识也有着深刻的理解。巴菲特是沉着的、冷静的，但易怒的、反复无常的股市参与者在大众文化中却将他塑造成一个截然相反的形象。他所传递的信息引起了人们的道德共鸣，“温柔而稳健的人才能继承土地”。

沃伦·巴菲特不是“华尔街的奇才”，亦不是“硅谷的圣贤”，而是“奥马哈先知”。伯克希尔·哈撒韦公司的总部位于内布拉斯加州的奥马哈，其与华尔街之间的距离和与硅谷之间的距离大致相当，仿佛不愿意靠近任何一个地方。这一地理位置似乎恰到好处。伯克希尔·哈撒韦公司的这对组合驳斥了传统金融的很多准则，而他们较大盘指数的一贯优异表现也是对有效市场理论的有力回击。他们是自豪的卢德派分子，是互联网热潮时期有名的节制者，同时也是过于活跃的日交易者和部分投资基金的有力抨击者。在2000年初的互联网狂欢中，伯克希尔·哈撒韦公司的股价在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳斯达克指数创最高纪录的当天降至3年来的最低点，就像是被精心安排的一样，这在某种程度上也突出了巴菲特的逆向投资风格和他对定期劫持市场的金融狂热的厌恶。

在很大程度上，巴菲特的成功源于本杰明·格雷厄姆对股市行为的真知灼见。他赞同格雷厄姆关于"市场先生"的类比，频频提到"种种形式的泛歇斯底里总是不断地造访投资市场"，且完全接受了格雷厄姆的部分原则，如在购买证券时应确保有明显的安全边际。但在很多方面，巴菲特的股市理念与凯恩斯数十年前的实践理念更为接近。要知道，凯恩斯"最初是一个市场时机投机者……而在经过大量思考之后，他最终转变为一个价值投资者"。在有关股市的问题上，巴菲特经常引用这位同路人的理念作为论据。

远离行情

> 当事实发生变化时，我的思想也会随之改变——你呢，先生？
>
> ——凯恩斯

凯恩斯对信贷周期理念的摒弃标志着他从一名投机者转变为一名投资者。他将投机定义为"预测市场心理的活动"，而相对应地，真实投资所涉及的是"对资产在其整个生命周期中收益的预测"。投资者关注的是证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券所产生的预期收入，而不是近期该证券可能的售价。或者，用凯恩斯的话来说，真正的投资者更关注“终极价值”而不是“交换价值”。

凯恩斯并不想成为一个市场晴雨表式的参与者，即依据行情的好坏进行交易，而是决定采用另外一种方式，依据股市的“多头抢风”和“空头抢风”进行投资。他不再试图确定或预测市场的总体运动趋势；相反，他以某一特定股票的价值作为自己的投资指南。只有当投资者情感的钟摆严重偏离该股票价值时，即报价已严重偏离其基本估价时，凯恩斯才会考虑买入或卖出该证券。

正如凯恩斯所总结的：

> ……总体而言，这一替代投资政策可以让你挑选到价格上升幅度远高于主要市场指数的股票……事实上，在我看来，基于此，人们至少可以将市场波动视为信贷周期，只不过方式颇为不同而已。在很大程度上，为人们创造有利交易条件的是市场波动，而源于市场波动的不确定性又阻止他们利用这些有利交易条件。

凯恩斯意识到，在股市中，躁狂与恐慌只有一步之遥。在他看来，与其智胜反复无常的大众和预测投资周期的拐点，还不如摘取偶尔出现在投资者面前的低垂的果实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再次为政府效力

人的一生中有两个时期不应进行投机活动：一是他没有能力承担投机后果时，二是他有能力承担投机后果时。

——马克·吐温，《傻瓜威尔逊》

凯恩斯从投机者到价值投资者的转变也让他的财富发生了巨大变化。相比于20世纪30年代的阴郁日子——当时“虽未处于赤贫状态”，但他也不得不变卖自己最喜欢的两幅画作（分别为马蒂斯和秀拉的作品）以应对财务危机，而到《就业、利息和货币通论》出版时，他在财务上已取得了惊人的成功。从华尔街大崩溃到1936年末这段时间，仅仅6年，凯恩斯的财富便增长了60余倍，从1929年末不足8 000英镑的净资产连本带利增至50多万英镑。

凯恩斯在政治领域取得的成就如同他在金融领域的成功一样，令人印象深刻。凯恩斯，这个自视为卡桑德拉（希腊神话中的人物，虽被赋予预言能力，但却不为人所信）的人，再次得到统治阶层的重用。同丘吉尔一样，凯恩斯亦在很早以前便预测到了自己的未来。他于1940年出任财政大臣顾问（无薪酬），用他自己的话说，这是一个为战争中的英国制定经济政策的、职责广泛的“半官方”职位。次年，他正式出任英格兰银行董事——在接受这一任命时，他颇为俏皮地向他母亲表示他成为主教只是时间问题。1942年，他被授予贵族头衔，成为凯恩斯勋爵、提尔顿男爵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“二战”后期，他仍游离于两个世界——财富世界和艺术世界之中。他以英国首席代表的身份参加了布雷顿森林国际货币会议和与美国进行的贷款磋商会议，并成为英国的首位“艺术沙皇”，即后来的英国艺术委员会的主席。

值得一提的是，在担任这些职务期间，凯恩斯的身体状况极为不佳。1937年年中，也就是在他54岁生日前夕，他遭遇了生平第一次心脏病发作。为静养身体，他先是入住疗养院，后又搬往其位于苏塞克斯郡的乡村住宅。在凯恩斯遭病体折磨的这一时期，经济也曾出现过一次持续时间不长但却极为严重的衰退，时间跨度从1937年末到1938年，期间各主要股市大幅下跌。由于身体健康情况不佳，凯恩斯无法参加董事会会议和投资委员会会议，在这一轮充满悲观主义色调的回合中，他只能以笔代口，通过一系列书信和备忘录捍卫自己的股市技巧，并向同僚阐述自己的投资理念。

正是从这些丰富的记录遗产中，我们提取出了凯恩斯的六大投资原则。这是一个简单的且经过时间检验的体系，基于此，我们可充分利用股市周期性的非理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

8

第八章

寻找潜力股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

南海泡沫的破灭

股票价格继续上涨超过真实资本的可能性只能靠凭空想象。不管怎么算，1+1都不可能等于3.5；因此，所有这些虚构出来的价值最终都会成为某些人的亏损，不是你就是他，早晚有这么一天。唯一能够避免祸及己身的办法就是及早出清，让魔鬼去抓跑在最后的人。

——有关南海泡沫的佚名评论

南海公司创建于1711年，成立的初衷是政府想利用该公司来解决一系列乱七八糟的问题。这个办法看上去很不错：只要将政府借款转变为公司权益，就可以接管国内急速膨胀的公共信贷；公司与西班牙在美洲的殖民地的贸易权可以用做与好战的西班牙国王讨价还价的筹码，而且一旦成功，巨大的贸易利润足以让财政部赚得盆满钵满。然而，尽管拥有英国最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高层级的支持——英王乔治一世于1715年就任南海公司总裁——但公司一开始的业绩并不理想。通过谈判得到的与西属美洲殖民地所谓的“贸易垄断”的真正价值其实少得可怜：每年4 800名奴隶进口配额（男性非洲奴隶，无瑕疵，身高不低于58英寸），并且各种商品每年只能运送一船。谈判并没有取得实质性的利益，而且在1718年与西班牙开战之后，公司的贸易权已经名存实亡。

然而，到了1720年3月，南海公司与英格兰银行竞标获胜，通过再一次的“股票换借款”获得了更多的政府债务，此后公司全面复苏，财富开始强势增长。为了获得优惠的转换比率，公司创始人极力鼓吹公司的大好前景，并就公司与新大陆贸易关系的潜在价值制造了“最夸大其词的传言”。1720年1月，公司股价为每股128英镑，此后不到6个月，股价已经一路狂飙到每股1 000英镑以上。受到咖啡馆（现今的交易员聊天室的雏形）里引人兴奋的纷纷议论和报纸这一新锐媒体上极为乐观的报道的怂恿，公司董事们也积极表示支持。

这钱如此好赚，整个伦敦都陷入了狂热的恋物崇拜。塞缪尔 · 约翰逊后来曾写道，“甚至诗人们都开始渴望财富”，比如说，亚历山大 · 蒲柏“拿了一些钱去放手一搏……一时间他觉得自己俨然成了富豪”。尽管蒲柏本人也被卷入了贪婪的激流，他仍然对南海狂热的不良效应保持着警惕。由于这种狂热，人们已经不再关注日常生活中乏味但却必不可少的责任：

> 看不到轮船卸货，看不到织布机工作，一切的一切都被万恶的南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海吞没。

由于在不动产交易上受到限制，女人们极其热情地加入了股市狂热当中。然而莫尔伯勒公爵夫人萨拉意识到，南海公司的股价已经远远超过了其真实价值：

> 任何一个有常识的人，或是任何一个稍微认识几个数字的人都能够明白，世界上没有什么技巧或花招能够保证票据信用足有4亿英镑而硬币只有1 500万英镑的情形能长期持续下去。在我看来，不久之后这一公司必将破灭，一切都将化为泡影。

公爵夫人（她的曾孙温斯顿·丘吉尔后来曾说她拥有“几乎惹人厌烦的常识”）在接近市场最高点时出清了自己的股票，赚了10万英镑，这在当时已经是天文数字了。在接下来的几个月里，她又向那些对行情更为看好的同伴发放抵押贷款（抵押品的价值与贷款数额相差无几），持续从他们身上获利。最终，他们并没有像公爵夫人一样受到好运的眷顾——由于受到法国类似骗局失败的刺激，加上贸易港口因为瘟疫而关闭，或许还要算上整体信贷紧缩的影响，泡沫终于破灭了。到了1720年12月，股价已经稀里哗啦地跌回了地面，此时南海公司的股价与年初时的股价恰相一致，于是在股价走势图上留下了一条近乎完美的抛物线。

精明的莫尔伯勒公爵夫人已经看到，有时候，股票交易会产生远远偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离基础价值的价格。大约3个世纪之后，尽管现代股票交易高度复杂，股票市场仍然会时常出现价格与价值严重背离的情形（有时交易的复杂正是出现背离的原因之一）。如同公爵夫人一样，梅纳德·凯恩斯在19世纪30年代初期就曾说过（据一位传记作家记载）："算数法则比风言风语更为可靠。"实际上，算数法则要可靠得多，因此他决定不顾难以捉摸的"市场情绪"，把投资决策建立在"硬分析"的坚实基础之上。

受害的牛顿

那些试图制造出永动机的人实际上是要无中生有。

——艾萨克·牛顿爵士

1720年7月，英国议会通过了《泡沫法案》。该法案规定，未经皇家宪章明令授权，不得成立股份公司。尽管一些愤世嫉俗者认为，立法的真正目的是让南海公司利用投资者的轻信来垄断市场，不过官方对法案的解释是要遏制由南海泡沫引发的投机狂潮。1720年初，在那些疯狂的日子里，"全社会各色人等都对获利抱有一种过度的渴望"，其他一些公司创始人也曾试图利用这种渴望为一些价值有待商榷的项目融资，其中包括一个非常隐秘的公司"正在进行的一个非常有利可图的项目，但没有人知道是个什么项目"；另外一些企业的目标则是制造永动机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾萨克·牛顿——科学研究中“冷静而未被染色的理性”的践行者——成了南海狂热中最为著名的“呆子”，或者说是受害者。也许是1720年夏天南海公司股票持续上扬令他确信，市场不可能是错的，英国可能真的一不小心踩到了传说中的黄金山上。不管怎样，这个当年混迹于剑桥大学富家子弟中间一贫如洗的穷小子，靠拖地板和给有钱的同学倒便盆赚钱养活自己的穷学生，被地平线上倚叠如山的财宝闪闪发光的景象欺骗了。同其他很多人一样，他也陶醉在因动物精神的作用而产生的“不洁的激情”之中。在这种激情中，“明天就会有无尽的财富的希望让（人们）在今天毫无顾忌地铺张挥霍”。

牛顿，当时的皇家学会（世界上现存最古老的科学研究院）会长，却忘记了那句至理名言：勿轻信人言。要是他在股票投机时能够用上科学研究的劲头，他就会意识到，如同基本的物理法则确定永动机不能存在一样，南海公司股票这种势不可当的上涨也不会持久。如果不是盲目地跟从大众，而是利用其“非同寻常的持续且全神贯注的反躬自省的能力”（这是凯恩斯的说法，他认为这种能力正是牛顿的力量来源），他的境况会好很多。只要稍微作一下分析，根本不必援引什么经济基本面数据，牛顿就能够得出南海公司股票价格的上涨完全是由投机者的集体意志哄抬起来的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抹平现价与价值的差异

一天，一位新古典派经济学家和他的一个学生正在大学的绿地上散步，边走边讨论金融理论中的一些较为高深的问题。突然，学生发现好像有一张100美元的钞票从草尖掠过。他赶紧加快了脚步，想抓住这张钞票，然而经济学家淡然地阻止了这个年轻人。“如果这真是张100美元的钞票，”这位经济学家说，“早就已经被人捡走了。”

——市场逸闻

在股票市场亲尝败绩之后，凯恩斯认为，价值投资——将证券的未来收益与价格进行分析比较，并以此为基础作出投资决策——是矫治周期性发作的动物精神的最好办法。价值投资拒绝接受有效市场理论这一市场激进主义信条，并声称实际上股票的现价与基础价值之间总存在着某种程度的偏离。价值投资者喜欢引用这个颇有些揶揄意味的“经济学家与100美元钞票”的故事来调侃“强式”有效市场理论。按照“强式”有效市场理论，金融交易高度复杂，现行价格反映了所有的信息，没有哪个投资者能够找到价值被低估的“便宜货”，反过来，也同样找不到价格被高估的“柠檬”。

正如某些金融评论家所言，在一个有效的金融市场里，如同有一群狼保护着绵羊，防止它们被别的狼吃掉，也就是说，有辨别能力的投资者会通过买进价格被明显低估的股票或是卖出价格被高估的股票的手法，来抹平现价和真实价值之间的差异。理论上，这些股票市场的“义务警

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员”——借用凯恩斯的说法，他们是鲤鱼池里的梭鱼——可以通过此种手段确保市场中经验不足的投资者不会被那些老谋深算的投资者玩弄于股掌之中。就如同《公司财务原理》一书——全世界金融专业学生的“圣经”——的作者们向读者所保证的那样，“在一个有效的市场里，你可以信任价格。这些价格反映了每只股票与价值有关的所有公开的可得信息”。

有效市场的拥趸常常会不遗余力地捍卫他们的理论。比如说，他们会辩称，在大牛市的时候股票价格一路上扬是因为有某种创新的推动，或是经济环境改善所致。“这次与以往不同。”他们这样说服自己，原来的估值指标被他们置之不理。比如说，赫伯特·胡佛就曾这样回忆那些为证明20年代后期股价大幅上扬的合理性而虚构出来的种种理由：

> 随着乐观情绪不断高涨，他们甚至编排出“新经济时代”这种愚蠢的说辞。这种提法迅速传遍了全国。他们向我们保证，我们正处在一个新时代，老的经济规律全都不适用了。

很显然，股市玩家有些时候更擅长强辩，而不是理性思考。

其他那些死守这一正统教条不放的人，则只能提出这样一种循环论证：价格必定总是正确的，因为价格是由全知的人之间进行交易而产生的。有效市场理论令他们自我感觉良好，他们的眼睛被蒙蔽了。金融交易中的非理性会周期性发作，使得证券价格大幅偏离基础价值的合理估值，这是常识，而他们却视而不见。有效市场理论的支持者们就是不能接受这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样一个现实：有时候，由于照管羊群的狼的数量不敷使用，这些羊可能会咩咩叫着鱼贯而行，一步一步走进万劫不复的深渊。

长期有效的股市

一个人如果沿着死路走，势必走入绝地。

——让·巴蒂斯特·萨伊，《政治经济学概论》

有效市场激进主义者在辩称股票价格总是反映影响股票价格的所有公开信息之时，不得不屈服于一个荒谬的根本性错误。正如沃伦·巴菲特所言：

> 市场经常是有效的这一说法是正确的，但（很多学者和投资专家）由此得出结论说市场永远是有效的，这就错了。这两种提法之间的差别就如同白天与黑夜的差别。

价值投资的定义表明，价值投资者是不可能接受“强式”有效市场理论的。这些投资者相信，有些时候，某只股票的现价会与基础价值发生偏离，而聪明的投资者正是在这种时机利用错误定价赚取收益的。

尽管价值投资者对股票市场短期内的有效性持怀疑态度，但他们通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都认为，长期而言，股票市场对股票的定价是有效的。正如凯恩斯在给同事的一封信中所说："如果大部分人都意识到某只股票不但安全、绩优，而且廉价，那么其价格一定会上扬。"本杰明·格雷厄姆则用了另一种非常有意思的类比来阐明了这一趋势：

> 市场不是一台称重器，无法根据证券的内在品质而精确、客观地记录其价值。它更像是一台计票器，汇集了无数人部分出于理性、部分出于情感所作出的选择。

在短期内，股票价格会围绕其真实价值上下波动，有时波动的幅度会非常大。然而长期来看，真实价值总会水落石出。巴菲特曾这样说道："短期内，经营成功的企业或许会被市场所忽略，但这些公司最终必将获得市场的肯定。"

对价值投资者而言，市场有效性实际上是一个时机问题。

对价值投资者而言，市场有效性实际上是一个时机问题——尽管很多人并不同意金融交易在短期内总是有效的，但大家普遍认为，长期来看，股票市场确实是一台非常有效的"称重器"。就如同传奇基金经理约翰·博格尔所言："事实是，一旦感知（股票价格）与现实（股票的内在价值）严重偏离，其间的缺口最终只能向有利于现实的方向收窄。" 其原因就在于这样一个简单而又无可辩驳的数学现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象：长期而言，所有股东总体上赚到的钱与基础商业企业所赚到的钱是相等的。动物精神缺乏持久性，虽然短期内可能使价格与基础价值发生偏离，但最终收益与股息将决定商业对于其所有者的价值。经验证据可以确认，长期而言，股票市场是有效的，可以被看做是一台称重器。正如一篇报告所总结的那样，尽管价格波动对股票的按年表现有着重大的影响，但：

> 对于长期投资者而言，投资组合的价值与股息的现值是相当的。（最终）资产增值的现值会大幅缩水，因而也就无关紧要。

合理估值

> 一年收入20镑，支出19镑19先令又6便士，结果就是幸福；一年收入20镑，支出20英镑6便士，结果就是痛苦。
>
> ——查尔斯·狄更斯，《大卫·科波菲尔》

聪明的投资者都会去寻找出于某种原因，现价与其盈利潜力的合理估值出现脱节的股票。价值投资，用最简单的话概括，就是确保进多于出——对于购买股票的人来说，就是找到现金流的净现值高于购买价格的股票；对于卖出股票的人来说，就是让销售收入高于未来股息的净现值。按照沃伦·巴菲特的总结，价值投资者：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……寻找企业的价值与该企业市场价格之间的差异……价值投资者只关注两个变量：价格与价值。

因此，价值投资者真正关注的是预期收益和股息，而不是短期的价格波动。某只股票的现价只有作为参考点确定市场价格比估测得出的股票基础价值是高还是低时，才是有用的。凯恩斯在向同事解释其投资理念时，曾这样说道：

价值投资者真正关注的是预期收益和股息，而不是短期的价格波动。

我的目的是买到这样的股票：其资产和最终赢利能力都让我感到满意，而且与这两者相比较，其价格显得非常低廉。

正如凯恩斯所强调的，在评估某只股票的基础价值时，真正重要的是企业的净资产，或者说，是其“最终赢利能力”。所谓股票的内在价值或是基本价值，就是指该股票折现后的预期现金流之和。其他那些被人们普遍认为满足了价值投资理念的测度指标（比如较低的市盈率，较低的市净率，或是较高的股息收益率）充其量只能说是找出价值可能被低估的股票的工具。

因此，价值投资者会采取一种“自下而上”而不是“自上而下”的投资方式，也就是说，投资者会对特定的几只股票进行仔细筛查，并确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票现价与估算出来的基础价值之间是否存在差异。聪明的投资者对其他的因素（股票价格近期的趋势是上升还是下降、其他股票市场的整体状况、当前某一行业是否热门）不感兴趣。鼎鼎大名的选股大师、金融家约翰·邓普顿爵士曾这样教导我们：训练有素的投资者应该“买入价值，而不是市场趋势或经济前景”。价值投资者关注具体的股票，而不是更为宽泛的股指；且投资者们一直要记住，没有所谓的无差别的“股票市场”这种东西，只有针对单只股票才有市场可言。

关注未来的收益

未来已不再是我们从前所熟知的样子了。

——纽约扬基队贝拉

人类是一种喜欢构建模式的动物，总是试图赋予事物某种秩序或存在的理由，然而这种秩序或存在的理由却并不一定非有不可。人们会从天上云的形状中辨认出人脸，在抛硬币的时候找出连赢的玩法，把一张纸上的三个点组成一个三角形。同样，在股票市场上，很多博弈者都相信趋势是他们的朋友——最近已经发生的事可以给未来会发生什么事提供很好的指导。凯恩斯在担任国家共同人寿保险协会主席期间，曾在一次年会发言中指出：“主导投机性市场的……与其说是预测，倒不如说是恐惧；与其说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是针对下一次事件的先见之明，倒不如说是针对上一次事件的记忆。”投机者通常都把过去的事件（比如价格惯性或感知到的市场趋势）当成是买入或卖出股票的提示。

相对而言，价值投资者（这些人会仔细研究个股，而不会试图去测量整个市场的温度）则只关注某只股票未来可能的收益。对这些人来说，投资决策的依据绝不是对于短期内价格涨落的预期，而是对于股价高低的评估，而评估的基础则是对长期内收益状况的估测。聪明的投资者会关注股票背后的企业，而投机者关注的则是独立于企业的股价。价值投资的实践者总是把内在价值当做决策的基石，而价格对于投资者而言，则只是提供了一个入场点（或离场点）而已——如果股价与股票的基础价值发生较大偏离，入场点（或离场点）就出现了。

内在价值的潜力

我始终确信，关注内在价值就是在奠定一个牢不可破的基础，如果内在价值远远超过市场价格，其必将在某个不可预测的时刻为你带来巨大的财富。

——凯恩斯致普罗旺斯保险公司董事总经理，1940年4月10日

正如同时代的一位布鲁姆斯伯里派成员所言，凯恩斯“热爱廉价货”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的财富持续增长，他经常慷慨解囊为艺术家提供资金支持，并且他以令人难以置信的精明的双眼盯着他的个人投资。凯恩斯会为了几个便士和小贩讨价还价，大量购买寄售的军需牛肉罐头，因为这些罐头一听只要一个便士。甚至凯恩斯做东的晚宴都以其极度节俭而成为了佳话。弗吉尼亚·伍尔夫曾写道，有一次，凯恩斯仅给他的11位客人上了3只可怜的松鸡。后来，她以布鲁姆斯伯里派成员擅长的挖苦人的机智说道：客人们“双眼精光四射，盯着那盘在彼此间传来传去的骨头”。因为“松鸡事件”而牢骚满腹的布鲁姆斯伯里派成员们虽然大大嘲笑了凯恩斯一番，但有一个关键点似乎被他们忽略掉了。真正令人惊异的事实并不是如此富有的凯恩斯竟然是一个如此热衷于扫便宜货的小气鬼，而是正因为他是这样一个爱扫便宜货的人，他才积累了如此巨大的财富。

在后来的投资生涯里，凯恩斯主要集中精力去发现“良驹”——那些“内在价值……远远超过市场价格”的股票。尽管凯恩斯声称，在任何一个时间点上，他都对金融市场的有效性没有什么信心；但他也曾承认，长期而言，股票市场会发现某只股票的真正价值，并对表现好的股票有所回报。因此，聪明的投资者关注某一只股票的未来收益，而不会因为过去的总体市场趋势转移注意力。短期价格波动、动物精神的涌入产生的兴奋、股票市场一时的变幻或趋势——所有这些对于有辨别能力的投资者来说根本一文不值。唯一重要的因素就是某只股票的价格和估测出来的内在价值之间的缺口。

凯恩斯的价值投资准则成功地为他抵挡住了19世纪30年代和40年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代动物精神的侵扰。与在南海狂热期间盲目追随大众、没有把他的科学研究精神应用到金融领域中去的牛顿不同，凯恩斯亲自进行分析，而不是试图去对市场进行预测。在给理查德·卡恩——他曾是凯恩斯的学生、国王学院的副财务主管——的一封信中，凯恩斯这样总结了他的价值投资理念：

> 比较两种投资方式：以15先令买进1英镑的钞票，或者以15英镑卖出1英镑的钞票并希望能够用12先令6便士回购，长期而言，前一种方式更安全，也更容易。

或者，用十进制语言来复述一遍这句格言，我们可以说：用70美分来买1美元的钞票，或者以70美分卖掉1美元的钞票并希望随后以50美分回购该钞票，两相比较，前一种交易更为可取。

回到《就业、利息和货币通论》所讲的关于报纸选美比赛中，价值投资者——经过慎重的思考——会选择他认为最美的参赛者，而不会试图去猜测别人会如何猜测他人的想法。聪明的投资者抱持着这样一种信念：最终，必然是最美的女孩站到领奖台上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

9

第九章

安全第一的原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精确性的幻象

我宁愿模糊的正确，也不要精确的错误。

——凯恩斯

詹姆斯·厄谢尔是一个多才多艺的人，他是阿尔马大主教、全爱尔兰主教长、枢密院官员、都柏林圣三一学院副院长。不过在后人的眼中，他留下的最伟大的礼物也许就是在17世纪中期，亦即在他生命的最后10年中，他对《圣经》年谱进行的详尽研究。通过将《圣经》家谱体系暗示的日期累加起来，一直追溯到亚当，并费尽精力地参阅其他经典文本，厄谢尔推断出了上帝创世的精确时间。他宣称，这个世界是在公元前4004年10月23日星期日看到第一缕阳光的。从这一绝对的基础出发，他接着计算出了其他一些《创世记》中的关键日期。比如，亚当和夏娃是在公元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前4004年11月10日星期一被逐出天堂的；诺亚方舟是在公元前2348年5月5日最终靠泊在亚拉腊山的。

厄谢尔大主教的这种谨严态度——后来，艾萨克·牛顿亲身投入了对《圣经》文本秘密的求索之中，并对大主教得出的结果进行了修改——对我们来说是一个很好的教训：精确可能会有风险。同样，在股票市场投资领域，凯恩斯意识到，由于未来收益不可避免地具有不确定性，确定某只股票的内在价值时保持某种程度的模糊是必要的。很多股票分析师利用各种方法进行计算，并声称可以非常精确地得出某只股票的价值，而凯恩斯则对这种"统计炼金术"很不以为然。想要精确地计算出未来某一时点股票的价值无非是聊以自慰的妄想罢了，凯恩斯想，或许这样做是为了给这个本质上不可预测的世界提供一个确定性的幻象吧。

就如同在他之后的沃伦·巴菲特一样，凯恩斯在估测股票内在价值时，拒绝应用那些提供"虚假的精确"的方法。他意识到，过度强调量化因素会导致那些可能会影响到股票价值的非数字化因素被低估，而且由于不确定性的关系，任何股票的估值都必须是不精确的，至多只能给出几个可能的取值区间。因此，谨慎的投资者在评估股票的相对价值时都会引入一个较大的误差范围。与典型的投机者的心态截然相反，价值投资者在关注潜在收益的同时，也同样关注怎样才不会赔钱——他们关心的是投入的资金是否能收回来，而不仅仅是潜在的资本回报率。为了避免碰到他所谓的没有跑赢的希望的"劣马"（指"价值下降不仅仅是因为波动的原因，同时还存在资本内在损失"的情形），凯恩斯严守"安全第一"的原则，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确保在股票价格和估测出来的基础价值之间存在着一个保护性缓冲区间。

感觉比数据更明智

生活是一种在不充分的前提下得出充分结论的艺术。

——塞缪尔 · 巴特勒，《塞缪尔 · 巴特勒札记》

1922年，凯恩斯来到德国，为该国的货币改革建言献策。在一次为柏林的金融界和学术界精英举行的晚宴上，凯恩斯发现自己身边坐着大名鼎鼎的马克斯 · 普朗克，一位因在量子物理学领域做出开创性贡献而获得诺贝尔奖的物理学家。宴会上，普朗克向凯恩斯透露说，他曾一度想要投身于经济学研究——这大概是受到了慕尼黑某位教授的影响，因为就在几年前，该教授曾无可奈何地表示，在物理学领域“几乎所有的一切都被发现殆尽了，剩下来的工作无非是在细节上作一些修正和补充而已”。然而，最终普朗克还是觉得经济学太难了，于是放弃了与这群沉闷的经济学家为伍的念头。

后来，凯恩斯解释说，普朗克的意思是，经济学是“逻辑和直觉的混合物”，不可能像物理学那么严谨和精确；正是由于经济学缺乏精确性，才让普朗克这样严谨、擅长演绎的头脑觉得“相当困难”。尽管历史没有记载当时凯恩斯对普朗克的说法做何反应，但毫无疑问，他对这位地位尊崇的教授的聪明颖慧大为赞赏。同时，凯恩斯相信，古典主义经济学对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物理学理论的严谨性的效仿已经误入歧途，对“似是而非的精确”抓得太紧，却忽视了那些无法量化的“隐藏因素”。

弗里德里希·冯·哈耶克对这些保留意见持相同的态度——在其他大多数领域，他与凯恩斯的思想是针锋相对的。在发表诺贝尔奖获奖演说时，哈耶克说：“在研究市场这一复杂的现象时……（很多因素）都是不可能全部了解或可测量的。”他又说，古典经济学家秉持一种“科学的”态度孜孜不倦地进行研究，但却抛弃了那些“不能被定量证据所证实”的因素，并“愉快地把他们所能测量的事实幻想为唯一合适的因素，然后据此展开工作”。凯恩斯也同样对这种“李嘉图恶习”表示了强烈的谴责，他认为，古典主义经济学思想中到处弥漫着这种恶习——各种相关关系全都清清楚楚，所有的行为都能纳入数学公式，那些不值得分析的定性因素一概都被抛弃。他曾这样说道：“如果统计数据让我感到摸不着头脑，一般来说我会选择相信感觉。我发现，相信感觉比相信统计数据更为明智。”

虚假的定量分析

谎言有三种：谎言、糟糕透顶的谎言和统计数据。

——马克·吐温，《马克·吐温自传》

对于某只股票的未来收益，我们唯一可以确定的就是根本无法确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于某只股票的未来收益，我们唯一可以确定的就是根本无法确定。

尽管如此，股票市场还是染上了这样一个毛病：分析师们会煞有介事地利用缜密的定量分析技术计算出某只股票的价值，甚至于精确到美分。伯克希尔·哈撒韦公司的查尔斯·芒格曾把这种轻定性、重定量的偏见描述为“锤子综合征”。他说：“对于手里只有一把锤子的人来说，每个问题看起来都像是个钉子。”与哈耶克对于抛弃定性因素的批评相呼应，芒格写道：

> ……几乎所有人都：（1）更加看重那些能够计数的东西，因为只要能计数，就能用得上他们在学校里学到的统计技术；（2）不去碰那些难以测量的但可能更重要的东西。

似乎人类心理就需要这样一种似是而非的精确，并试图用它来掩盖投资决策本身所固有的不确定性。小弗雷德·施韦德在他描述华尔街的怪癖的经典作品《客户的游艇在哪里？》中提到：

> 似乎不成熟的人都有一种令人颇感遗憾的倾向，相信他们希望变成现实的东西最终真的会变成现实。在本例中，认为金融的未来是无法预测的这种观点太不受欢迎了，在华尔街人士的意识中根本没有立足之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯也认为股市上这种虚假的严谨就相当于在黑暗中吹口哨（以表示自己不害怕眼前的危险），他说："要想获得精神上的平静和安稳，我们就得躲藏起来，不让自己知道我们所能预见的其实微不足道。"

详尽而精巧的定量分析就如同是一件看上去很美的智慧的外衣，而包裹在里面的则不过是可怜的一点直觉罢了。《非理性繁荣》一书的作者、经济学家罗伯特 · 希勒这样说道：

> 有时候……机构投资者并不认为他们有权按照他们的最佳判断（这些判断往往只是一种直觉）来进行交易，他们觉得自己必须有理可依，必须有能够向委员会陈述的正当的理由。

复杂而全面的电子表格（计算现金流和风险调整后的回报，以无可辩驳的确定性得出股票估值）往往只是一个精致的托词，不过就是为了让人觉得他们是解决这种本质上不确定的事件的权威，然而这种权威却是装出来的。

不要太专注于定量的数据

> 并非所有有意义的东西都能计数，也并非所有能计数的东西都有意义。
>
> ——爱因斯坦在普林斯顿大学书房内悬挂的格言

著名的"看不见的大猩猩"心理实验表明，过度专注于某一因素可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会让你对整体图景的观察发生扭曲。在这个实验中，受试者被要求观看一小段两组队员传篮球的视频，他们要做的就是数清楚其中一组队员传球的次数。在两组队员互相传递篮球的过程中，一个穿着猩猩服装的女孩大步走上了篮球场，停住，面对镜头捶打自己的胸部，然后走出镜头。后来对受试者进行访问时，有大约半数的受试者声称没有看到这个“幽灵”——他们太过专注于计数他们组的队员到底传了多少次球。

同样，过度专注于定量的数据有可能扭曲股票的估值。本杰明·格雷厄姆曾说：

> ……精确的公式与高度不精确的假设结合在一起，几乎可以得出（但不能确证）我们希望的任何估值……在股票市场中，用到的数学越精细、越深奥，我们从中得出的结论就越不确定，越具有投机性。

格雷厄姆本人解决这一问题的方法并不是降低对定量因素的依赖，而是对潜在的买入对象进行更为繁复的测试。在他的著作《聪明的投资者》一书中，格雷厄姆建议“读者仅购买那些价格没有远高出其有形资产价值的股票”。他认为，这样高的一个护栏足以保证投资者在购买股票时拥有足够的“安全边际”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定股票的内在价值

查尔斯·芒格：我们坚持使用简单的数学，用手指和脚趾就能算过来。沃伦总是在口头上讲现金流折现，但我从来没见他这样做过……

沃伦·巴菲特：是这样。我们自然而然就是如此。如果你真的非要用笔和纸去进行实际运算的话，你就已经离得太近，看不清楚了。这就是说，它应该会向你大喊，说你已经有了很大的安全边际了。

——伯克希尔·哈撒韦公司年会，1996年

在确定某只股票是否有足够的安全边际——估算得出的内在价值与现价之间的足够大的差值——时，本杰明·格雷厄姆表现出了他个人独特的“锤子综合征”特质。从本质上而言，他的估值方法是静态的，主要考虑公司有形资产的价值。在大萧条之后（当时，股票往往会以极低的价格甩卖，有形资产占公司价值的比重非常大），这种方法似乎并无不妥，但是在当今世界，这种方法的实用价值则非常有限。据估计，如今标准普尔500指数成分公司的市值有将近75%都是无形资产，比如商誉、专利和“人力资本”。

凯恩斯与在他之后的沃伦·巴菲特类似，采用了一种更为动态化的估值手段——一种主要考量公司的预期收益的手段。这种分析方法使用的工具叫做“股息贴现模型”。这一模型认为，某一只股票的内在价值取决于它未来时间内的股息支付（贴现后折合成现值）。沃伦·巴菲特特别说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明了使用这一技术的投资者应怎样去做：

如果你购买一只债券，假定这只债券不会发生违约的情况，你就能确切地知道未来将会发生什么……如果它的收益率是9%，你就知道30年后能够拿到多少息票……现在，如果你买入一家企业的股票，也就相当于买了一件有息票的东西，不过这里有一个问题：他们不会明白地告诉你收益率是多少。我要做的，就是要找出这个收益率，并把它印在息票上。

与政府债券和公司债券——二者都有已知的收益率，都有事先确定的到期日——不同，股票的预期收入流根本无法确知。因此，投资者在确定某一只股票的价值时，就必须要考虑定量因素。沃伦·巴菲特举了一个日常生活中常见的例子来说明如何得出内在价值：

如果我要买奥马哈市的一家福特汽车经销店，我也会这么做——只不过在钱数上要多加几个零罢了。如果我想要买这个店，并假设我不会亲自去经营这家店，我会尽力弄清楚这家店的经济状况：竞争态势如何？长期来看股本回报率如何？这个人能不能经营好这家店？他会不会对我坦诚相待？如果对方是一家上市公司，也没什么太大的不同。唯一的差别是，对方的价格更高，而你所买入的只是他们发行的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厘定股票的内在价值实质上是一门不严谨的艺术，就如同巴菲特所说，股票的基础价值或基本价值是“一个不可能精准确定的数字，但是一个需要加以估测的非常重要的数字”。

确保安全边际

鱼见食而不见钩，人见利而不见害。

——中国谚语

如此说来，内在价值只是一个模糊的度量，最多只能确定一个概率范围。正因定性因素如此重要，计算内在价值只能进行非常基础的分析。本杰明·格雷厄姆曾说，他所“见过的对于普通股股票的价值的计算……只要是可靠的，就全都是利用简单的算术或是最基本的代数方法得出的”。计算内在价值的意义不仅在于确保投资者已经考虑到所有可能对股票价格造成影响的因素，还在于确定出股票价值的大致范围。沃伦·巴菲特解释说：

正如大法官斯图尔特明知无法制定出一种测试手段来对所谓的“有伤风化”进行检验，但还是断然地声称：“看到就会知道。”同样，投资者们就算不利用复杂的公式或是历史价格记录，也能够以某种不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够严谨但却非常有用的方式“看到”某些投资固有的风险。

为了弥补这种不精确性，安全边际的概念被引入进来。用本杰明·格雷厄姆的话说，安全边际就是一个“用来吸收计算错误或坏运气造成的影响”的缓冲器。价值投资者抱着“内在价值的测度不够严谨”的信念，努力去寻找那些基础价值和现价之间看起来存在着毋庸置疑的巨大缺口的股票。尽管这些“超优惠”（用凯恩斯的话说就是“良驹”）的股票的内在价值无法精准地确定，不过很明显存在着足够的安全边际。本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在《证券分析》一书中对这个概念进行了解释：

> 打个比方来说，要想知道一位女士是否够了选举年龄，并不需要打听出她的确切年龄；同样，无须确切知道一位男士的体重，我们也能看出他是不是太胖了。

从本质上来说，内在价值是一个“半空的杯子”而不是一个“半满的杯子”——它关注的主要是下侧风险而不是上侧风险。聪明的投资者会选择那些现价大大低于内在价值的股票，这样就能确保基础价值这个“底价”能够在较长的时间内支撑其股票

投机者主要关注的并非公司的基础收益，而是股票是否能在一个较高的价格上抛掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价位。相对地，投机者主要关注的并非公司的基础收益，而是股票是否能在一个较高的价格上抛掉。小弗雷德 · 施韦德说：

投机是努力把小钱变成大钱的行为，很有可能不会成功；投资是努力防止大钱变成小钱的行为，成功的机会很大。

凯恩斯说，对于那些被动物精神控制了的人，“最终会亏损的想法……被抛到一边，就像一个健康的人把对于死亡的预期抛到一边一样”。相对地，价值投资者们在投资之前尤其注重下侧风险，对于买入的任何一只股票，都要确保有足够的安全边际。

内在价值的检验

对于一个公司而言，它的过去实际上是一件不利的事，因为有过去就意味着有记录，而记录则是公司的局限性的一个表征……你必须要表明，你的公司不是一家属于当下的公司，而是一家属于未来的公司。

——迈克尔 · 刘易斯评互联网企业，《新新事物》

凯恩斯在评论一篇有关统计方法的期刊文章时，曾回顾了有关70名学者受邀把《旧约全书》翻译成希腊文以便存于亚历山大图书馆书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的神奇故事：

> 世人都将铭记，70名翻译家……被关在70个单间之中，人手一卷希伯来文《旧约全书》，等他们从房间走出来的时候，每人手里都拿着一份译稿，而70份译稿全都一字不差。如果70位分析师被关在70个单间之中，人手一份相同的统计材料，上帝是否会恩赐给我们一个相同的奇迹呢？

至于用纯粹的定量方法估测到的内在价值是否有意义，凯恩斯对此并无信心。他引用19世纪新闻工作者沃尔特·白芝浩的话，认为“没有任何一个地方的计算能够比（股票交易所）更精细，然而作为基础的数据却又如此不可触碰，如此缺乏物质性”。相应地，用于计算股票的内在价值的基础也就非常薄弱，而对于某只股票的价值到底如何，各种意见之间往往有颇多矛盾之处。

由于不确定性和定性因素的存在，评估股票的基础价值最多也只能得到一个概率范围。明白了这一点之后，凯恩斯采取了“安全第一”的策略，努力去寻找那些现价与内在价值估值下限相比仍然非常便宜的股票。他意识到，“对于任何一个投资者而言，风险的大小实际上主要取决于对投资环境和投资前景的无知程度”。换言之，随着预期未来现金流的不确定性的升高，对于内在价值的度量的模糊程度也会升高，因此也就需要更大的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯曾说，相比另外一些股票，某些股票更能经得起较为严格的内在价值计算的检验，因此也就更符合“安全第一”的原则。他在《就业、利息和货币通论》中写道：

> ……对于许多个人投资而言，其预期收益主要是由相对于近期的回报所决定的……以公用事业而论，预期收益中相当大的部分实际上已经为垄断特权和按照收取一定利润率而定价的权利所保证。

沃伦·巴菲特在致伯克希尔·哈撒韦公司股东的信中重复了这一观点，他写道：“一家企业的未来越不确定，相关计算错得离谱的可能性也就越大。”

关注最终收益

> 毫无疑问，真正正确的策略就是以尽可能高的收入为目标而不必太多理会资本估值的策略。
>
> ——凯恩斯，1939年1月19日

价值投资的信条——购买股票的时候要求较大的安全边际——会很自然地令投资者偏爱那些收益状况相对稳定且可持续的股票。价值投资者对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取“连环收购策略”的公司——那些行为模式像“吃豆先生”的公司，它们常把收益表现隐藏到最近一次收购的背后——不感兴趣，那些承诺在未来某个不确定的时点实现“犹如一片蓝天”的收益的股票也不能入他们的法眼。沃伦·巴菲特——一个大有名气但却没有出席20世纪90年代末互联网盛宴的人——解释了作为投资者，他为什么偏好那些被别人认为是非常“无聊”的股票：

要问可口可乐公司未来能够产生多少现金流，我可以给出一个非常理性的数字。但对于排名在前10位的互联网公司来说，接下来的25年内它们将产生多少现金流呢？如果你说你不知道，那就说明你不知道它的价值有多大，你就是在投机，而不是在投资。我所知道的就是我不知道；如果我不知道，我就不投资。

凯恩斯在读大学的时候写过一篇有关英国哲学家、政治家埃德蒙·伯尔克的论文，在这篇论文中，他曾顺带提到：

我们的预测能力微不足道，我们对于未来会出现什么样的后果也难以预料，在这种情况下，为了将来的某种可疑的优势而牺牲当前的利益，恐怕是不太明智的。

凯恩斯的观点可以说是用巴洛克风格的语言对谚语“一鸟在手胜过二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鸟在林”进行了重新的阐释。在股市这个角斗场中，凯恩斯始终坚持自己的原则——在确定股票价值的时候，最重要的是“最终收益能力”，而非在未来某一不确定时间能够带来多少财富的含糊的承诺。

同样，沃伦·巴菲特在投资于某一特定股票之前，坚持要该股票“展示出持续盈利的能力”。他写道：

> 投资的关键不在于评估某一行业能对这个社会造成多大的影响，也不在于这个行业能够成长多少，而在于确定任何一个特定公司的竞争优势，最重要的是，这种优势能持续多久。

归根结底，是收益（而非总市值、收入增长或标新立异）最终决定了公司的价值，因而也就决定了其股票的价格。如果某公司年收入为500亿美元，但由于利润率很低，其收益与一个市场上的货摊差不多，那么对理性投资者来说，这样的公司根本不值什么钱。同样，那些缺乏防御壁垒的公司未必会有可持续的长期收益，因此很难引起那些训练有素的选股者的兴趣。

留出缓冲空间

> ……如果我对资产和收益能力感到满意，通常我会尝试着看得更长远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点，并做好忽略近期价格波动的准备……如果能够成功，就既恪守了“安全第一”的原则，又获得了资本利益。

——凯恩斯致普罗旺斯保险公司董事会主席，1942年2月6日

与其他经济学家同行不同的是，凯恩斯并没有抱持一种要把经济学变成一门像欧氏几何那样严整、朴素的学问的欲望。他说：“从本质上来讲，经济学是一门伦理学，而不是自然科学，也就是说，它要用到内省和价值判断。”同样，凯恩斯并不认为股票市场需要精确的预测，也不认为有精确预测的可能性。不确定性是不可避免的（事实上，对于未来而言，“我们一无所知”），再加上有很多影响股票价值的因素无法量化，这就意味着厘定股票的基础价值这项任务只能是一门不严谨的艺术。

接受了对于内在价值的估算最多也只能确定一个取值范围这一事实之后，凯恩斯在选股上采取了“安全第一”的策略。凯恩斯不但考虑定量因素，而且还把无法量化的因素也考虑进来，对公司的“资产和最终收益能力”进行评估，并将整个公司的隐含价值与市值进行比较。只要坚持买入“内在价值远超过市场价格”的股票，凯恩斯自信能够达成自己的两个目标：恪守“安全第一”的原则，并获得资本利益。

沃伦·巴菲特的投资策略与凯恩斯的策略非常相似。巴菲特认为“企业估值既是一门艺术，也是一门科学”，因此他主张利用安全边际——一种金融震荡减震器——来弥补无法精确预测这一缺陷：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 你还要具备相应的知识，能够粗略地估计出企业的内在价值。但你不能把空间留得太小。这便是本杰明·格雷厄姆所说的安全边际。不要试图以8 000万美元的价格购买价值8 300万美元的企业，你要给自己留下足够大的利润空间。就好比架设桥梁时，你必须坚持让它能够承载3万磅的重量，但你只能开1万磅重的卡车通过这座桥。这一原则在投资领域同样适用。

在股市上，不存在所谓的精确。由于存在不确定性，没有人能精确地测量出一只股票的价值。凯恩斯和巴菲特声称，应对这种不确定性的最好办法，就是确保在估测出来的价值和现价之间有足够的缓冲。最后，等到股市作为称重器的功能恢复正常时，安全边际就会转变为投资者的真实利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

10

第十章

与众不同的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截然相反的投资方式

急需买不着便宜货。

——本杰明 · 富兰克林，《穷理查年鉴》

1918年3月，由于已经与新成立的布尔什维克俄国签约停战，东线战事缓解，德军于是孤注一掷，抢在已经觉醒的巨人——美国全面参战之前，对西线发起大规模攻势。此前几年付出了高昂代价才占领的阵地——每占领几百码已经被炮火撕裂的阵地，就有数千名士兵阵亡——如今又被拱手交给了同盟国部队。没过几天，德军突击队开始在巴黎的外围扎营。德国人在这些据点中配备了一种令人生畏的新型武器——巨型火炮。这种火炮能够把弹药发射到平流层，最大射程达到80多英里。巴黎市中心正在火炮的射程范围之内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果不其然，由于德军春季攻势取得的成功，加上那些看不见的“大贝尔莎”火炮造成的打击，法国首都爆发了大规模恐慌。成千上万的巴黎人向西逃出巴黎城，然而梅纳德·凯恩斯的行动方向却与这股人流恰恰相反。他从画家朋友邓肯·格兰特处得知，埃德加·德加的私人藏画将于3月底在巴黎拍卖。格兰特与布鲁姆斯伯里派的成员极力敦促凯恩斯利用他与政府的关系，想办法筹集资金参与这些画作的竞拍。凯恩斯提出了一个别出心裁的方案，让英国政府同意用法国欠英国的债务来支付购买这些艺术品的价款。凯恩斯声称，这些“大师的杰作”比已经在财政上举步维艰的法国政府的国库券好得多。通过这种手段，凯恩斯从英国财政部拿到了50多万法郎。凯恩斯全心投入了此事的运作当中。他不仅想办法让英国国家美术馆参与德加藏品的竞拍，还决定亲自出席这次拍卖会。

就在“大贝尔莎”隆隆的炮声中，凯恩斯与英国国家美术馆的馆长（为了不被艺术品经纪人和媒体发现，馆长特意剃掉了胡子，戴上了眼镜，打扮得像个间谍）购买了德加藏画中的27幅作品。由于大军压境，人心惶惶，谁也不知道将要发生什么，这些艺术品的价格大幅缩水。尽管这次购买的画作数量多，而且质量也很高，其中甚至还包括了高更、莫奈和德拉克洛瓦的作品，财政部的专款仍然有1/4没有花出去。这次意外的成功不仅让凯恩斯在布鲁姆斯伯里派名声大噪（其中一位成员甚至揶揄他说“你在财政部的存在终于有了正当的理由”），还让他获得了实实在在的利益。由于凯恩斯没能说服与他同行的馆长认同塞尚画作的价值，凯恩斯自己出钱买下了这位后印象派大师著名的静物画《苹果》，至于价格，则低得非常离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谱，仅为327英镑。

10多年之后，凯恩斯将他从巴黎拍卖会学到的教训应用到了股市投资领域当中。他在20世纪20年代末和30年代初的动荡环境中，放弃了过去"信贷周期"那种赶时髦的选股方法，转而采用了一种截然相反的投资方式——专注于买入那些预期收益与现价之间存在较大差值的股票，而不理会市场一时的情绪或长期的趋势。有了多次成功和失败的投资经验之后，凯恩斯终于发现，有些时候，市场会出现短视、过度乐观、过度悲观、反复无常等情形，有时甚至会受到信息追随现象的驱使。正是在这些情境之下，价值投资者的反向操作座右铭——别人恐惧时要贪婪，别人贪婪时要恐惧——才能真正地显示出自身的魅力。

挑战传统思维

那些被声张的，最终会变得强大；那些没有被声张的，往往就不会存在了。

——切斯瓦夫·米沃什，《品读日本诗人一茶》

尽管凯恩斯本人有着无可挑剔的当权派资质，但不管是从父亲那边算起，还是从母亲那边算起，凯恩斯的祖上有好多辈都是宗教异见者。就凯恩斯而言，祖上的这种非国教主义特质带给他的影响已经超越了精神层面。在日常生活中，他见悖论而心喜，拒绝接受人们习以为常的说法。社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会改革家比阿特丽斯·韦布称他“不喜欢所有那些被人们奉为圭臬的陈腐老套的想法或感情”。对于凯恩斯来说，“迎风而立”策略（有时他也将这一策略称为逆向操作投资策略）最符合他的性格。他不仅得以尽情地展示出他本性中“不循常理、喜恶作剧”的一面，而且这种挑战传统思维的天性也给他带来了真金白银的收益，这让他感到非常满足。

凯恩斯对有效市场理论支持者们声嘶力竭的叫嚷不屑一顾，他相信有些时候，如果“博弈者”的数量比“头脑清楚的个人”的数量占优的话，就有可能导致股票的现价与基础价值长时间偏离。与其他活动领域的情形类似，股市也有可能受到潮流趋势的影响，被信息追随的激流所裹挟，导致股票价格不是一波一波地上升，就是一波一波地下降。小弗雷德·施韦德以他鲜明的个人风格对这种现象进行了辛辣的嘲讽：

> 那些被认为是“最佳”的投资品随着时间的推移会不断变化。然而可悲的是，所谓的最佳实际上只不过是最流行的代名词——最活跃的、人们谈论最多的、上涨最快从而价格也是最高的股票。像欧仁妮礼帽或给胡子打蜡一样，这只不过是一时的潮流而已。

有时候，股票交易所根本就不像正统理论家们所声称的那样是效率的典范。尽管市场表面上声明自己的角色就是一部机器，任务就是让投资者看清预期未来的现金流，但有时候它还不得不屈从于这样一个基本事实——在欣欣向荣的牛市中，买家总比卖家多；在死气沉沉的熊市中，卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家总比买家多。

资金流入那些所谓的“热点”股票的同时，会不可避免地导致其他股票无人问津，因此这些乐观主义或悲观主义的波涛产生的涟漪甚至还影响了那些原本并未被投资者的非理性所波及的股票。正如本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中所说：

> 市场热衷于把鼹鼠拱出的小丘放大成高山，将普通的起伏放大成重大的颓势。甚至仅仅因为缺乏兴趣或热情，价格也会迫降到离谱的程度。

举例来说，这种位移效应在20世纪90年代表现得最为明显。当时，人们一窝蜂地涌向“新经济”股票，导致股市上出现了两种速度——在很多交易平台上，通讯、媒体和科技股在两年之内几乎翻了一番，而那些被嘲讽地打上“旧经济”标签的股票则逐渐淡出了众人的视线。

流行的危险

> 就算有5 000万人在讲一件蠢事，它仍是一件蠢事。
>
> ——阿纳托尔·法朗士

甚至就连伯克希尔·哈撒韦公司——倡导冷静思考和逆向价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的标杆公司，有时候也难免被潮流玩弄于股掌之中。正如查尔斯·芒格——他曾戏谑地把自己称为公司的“助理教团领袖”——所言：“在某种程度上，我们已经在伯克希尔·哈撒韦创造出了一个教团……我认为这已经对伯克希尔·哈撒韦的股票产生了影响。”曾有些人仅仅买一两股伯克希尔·哈撒韦公司的股票，目的就是为了有权参加公司的股东年会，能够与巴菲特和芒格同处一室。与此相反，在20世纪90年代的最后几年（正是在以互联网公司为主导的美丽新世界里，很多人把巴菲特看成是注定将要灭绝的沉闷乏味的恐龙式投资者），伯克希尔·哈撒韦公司的股票变得不那么时髦了，因此在一段时间里竟然没跑赢大盘，这种情形在公司的历史上并不多见。

伯克希尔·哈撒韦公司的经历是“把股票当成潮流追逐”这一趋势的一个典型案例。某位识货的行家因为看中了股票的某一个属性而第一个买入了这只股票（在伯克希尔·哈撒韦股票的案例中，这个属性就是该公司的价值投资理念所取得的巨大成功），随着追捧这只股票的热情渗透到整个市场当中，投资者竞相效仿，纷纷跳上人满为患的乐队车，这样一来，股票价格可能会远远高于内在价值的合理估值。然而，这只股票最终会不可避免地失宠（同样的事情也发生在了伯克希尔·哈撒韦公司身上：20世纪90年代末，投资者纷纷抛弃了“旧经济”股票，转投向互联网企业股票），此时股票价格就会向下行方向“过度矫正”。

在20世纪20年代末30年代初，华尔街也发生了类似的事件，只不过规模要大许多。埃德加·劳伦斯·史密斯于1924年出版了他在投资领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产生了重大影响的一本书。他得出的关键性结论——通过对留存收益进行操作，股票实质上可以看成是“复利机器”——引发了人们对股票的狂热崇拜。劳伦斯的研究发表之后，美国股票连续3年年增长率高达30%。而此前，美国股票在较长时期内并未表现出什么强劲的上行势头或下行势头。人们被这样叹为观止的高度搞得头晕眼花。市场最终轰然崩溃，落入了深渊。正如沃伦 · 巴菲特所说：“比如某只股票，在1925年的时候买的人虽然很少，但他们买入的理由都是正确的；到了1929年，买的人虽然很多，但他们买入的理由都是错误的。”股票的性子非常执拗：当它最为人们所唾弃的时候，往往最能带来丰厚的回报；当它最为人们所追捧的时候，却只会带来巨大的危害。

关键是选对

正因为大家意见不统一，才会有赛马这项运动，才会有人去当传道士。

——威尔 · 罗杰斯，《威尔 · 罗杰斯自传》

赛马场大概是最为接近股票市场的模型了。赛马的时候，赌马者要与其他的赌马者竞争，每个人各自都有看好的马，随着下注情况的变化，每匹马的赔率也会不断变化。此外，为了公平起见，每匹马还会配以不同的配重。有着较好胜利记录的马带的配重比记录较差的马的配重要更重一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些。股票市场的状况与之非常类似。投资者之间互相竞争，按照各自的预期买入或卖出股票，那些较为人们看好的股票的市盈率——这就好比是配重——也会比那些看起来没太多竞争力的股票高一些。

在一个理想的世界里（由有效市场理论的死硬派创立的世界），股票市场上由买家和卖家共同产生出来的价格应该能够反映出一只股票的相对价值（以收益潜力计），这样一来，买这只股票和买那只股票就没什么差别了。在接受《杰出投资者文摘》采访时，伯克希尔·哈撒韦公司的查尔斯·芒格针对这一点作出了解释：

每个人都去（赛马场）下注，赔率随赌注发生变化。股市的情形也是如此。一匹负重较轻、胜率极佳、起跑位置很好的马，非常有可能跑赢一匹胜率糟糕、负重过多的马，就算是傻子都能明白这个道理。但如果赔率是这样的：劣马的赔率是1赔100，而良马的赔率是2赔3。那么……从统计上而言，就很难清清楚楚地算出在哪匹马上下注最好。股票价格也以这种方式波动，所以人们很难打败市场。

成功的关键在于找准标价错得离谱——赔率很有利，赚钱的可能性很高——的马或股票。

在一个大体有效的股票市场上投资股票，就如同在一个标价正确的赛马场上下赌注买马一样，想要跑赢市场的确极其困难。因此不论是在赛马场还是在股市上，成功的关键在于找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准标价错得离谱——赔率很有利，赚钱的可能性很高——的马或股票。

事实是，庄家——对于投资者来说就是股票交易所，对于赌马者来说就是赛事主管方——还会扣留所下赌注的一部分，这让投资者或是赌马者的任务愈加困难。尽管股票交易收取的费用不像赌马那么高，而且从历史上来看，股票市场这块蛋糕通常都随着时间越变越大，但原理却是相同的：成功的投资者和赌马者不仅要跑得过市场上的其他人，同时还要保留足够的空间以补偿下注时产生的交易费用。查尔斯·芒格提醒说，要在股票市场上获得成功，就必须“理解赔率，并且约束自己只有在赔率有利于自己的时候才能下注”。

利用不确定性

不信任的代价是极其高昂的。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生，《论自然》

诚然，股市因为不确定性而大受其扰，但却也正是因为不确定性才得以存在。正如约翰·肯尼斯·加尔布雷斯所言：

如果有谁真的能精确地、确定地知道股票和债券的价格……会发生什么样的变化，这个上帝的宠儿不会把他的信息提供给或卖给别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人；相反，他会自己利用这些信息。在这样一个充满不确定性的世界里，他对于此类确定性信息的独占将会给他带来巨大的利益。很快，所有的可交换资产就会尽数落入他的囊中，而所有与他竞争的人都将会俯首称臣。

简而言之，就是因为确定性并不存在，金融市场才能够存在。市场不仅是人们互相交换资本和证券的地方，也是人们互相交换意见的地方。

凯恩斯意识到，当存在巨大的不确定性时，市场上定价错误的股票的数量最多，因而，人们对于股票价值的意见也就越大相径庭。他曾这样向同事解释说："投资的艺术——如果存在这样一门艺术的话——就在于有效利用广为流传的错误意见。"凯恩斯的这种说法与芝加哥大学的富兰克·奈特的看法不谋而合。奈特说，不确定性分为两种：一种是具有确定概率分布的不确定性，就是常说的"风险"；另一种是没有确定概率分布的不确定性，这是一种不能用定量方法确定的模糊性，他认为这才是真正的不确定性。我们可以为"风险"赋予一个概率值，比如抛硬币的时候，正面朝上的概率为50%；或者掷骰子的时候，任何一点的概率都为1/6。而"不确定性"却是完全无法测量的。奈特断言，在自由企业制度下，只有真正的不确定性——用他的话说就是"对未来的无知"——才能持续地创造出有获利可能的情境，因为在理论上，能够用定量的方法测量的风险因素在资产定价时已经被考虑进去了。

因此，那些想要从股票市场中获利的投资者都是张开双臂欢迎不确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的投资者。凯恩斯说："正是因为某些人能够利用这种不确定性或无知，不管是出于运气还是出于能力……财富分配才会出现巨大的不平衡性。"就股票而言，不确定性的存在与某一特定企业的商业前景的模糊性、对股票市场或整体经济状况的疑虑息息相关。价值投资者——倚仗安全边际这一有力的武器——会利用不确定性，而不会被它所吓倒。

像买日用品那样买股票

人们老是鼓错掌。

——霍尔登·考尔菲尔德，

J·D·塞林格小说《麦田里的守望者》的主人公

作为自由市场经济体制的典范，股票市场经常会颠覆经济学的基本信条。当一只股票的价格上涨时，对这只股票的需求往往就会增长，而这种增长的原因往往仅仅是价格上涨本身。同样，当一只股票的价格下跌时，对这只股票的需求往往就会减弱。这样一来，市场就违背了它的本性。正是因为受到"博弈者"的影响，股票市场参与者关切的首要对象才变成了短期的价格动态，而非长期的收益状况。沃伦·巴菲特从一个逆向操作投资者的角度对这种行为进行了一番"现实检视"：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于很多以长期投资作为终生目标的投资者来说，股价一上涨就欣喜若狂，股价一下跌就愁容满面。然而，对于食品价格涨落的反应，他们并没有表现出这样的困惑。他们知道自己永远都得买食品，因此食品价格一下跌他们就高兴，一上涨他们就悲痛。（只有卖食品的人才不喜欢价格下跌。）

如果把股票看成是支付股息的一种金融工具，那么投资者就不会对修正怀有恐惧。实际上，交换价值的下降应该被看做是一个有利事件，因为从收入占初始投资的百分比的角度来看，投资者能够获得较高的性价比。只有投机者——那些把股票当做交易资产的人——才会把股价下跌看成是不利事件。价格理论和效用最大化原则认为，如果某种商品价格下降，理性的个人会倾向于更多地购买这种商品。对于股票而言，价格和需求往往是相关的，因为大部分人认为购买股票的“回报”是资本利得，如果市场下跌，交易获利的前景也就相应变得黯淡。

凯恩斯的投资理念很大一部分正是以这种心理习惯——市场会受到短期价格模式的影响这一倾向——作为基础。在讨论美国股票市场上投资者的品性时，他曾向一位同事说道：

在美国的投资者当中，很少有人是为了6个月之后股票价格会上涨而买入股票的，就算股价上涨的概率非常高也不行。很多人之所以大赚特赚，就是利用了这种特别的心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资者关注的是长期收益，而非短期的价格瀑布。本杰明·格雷厄姆说过，聪明的投资者像买日用百货那样买股票，而不是像买香水那样买股票——价值才是关键的考量，而不是乌合之众倏忽来去的热情。

价值才是关键的考量，而不是乌合之众倏忽来去的热情。

聪明的大多数

如果你身边所有的人都失去了理智，而只有你保持着清醒的头脑……那很有可能是他们知道了某些你不知道的事。

——市场格言

坚持价值投资的原则——做投资决策时以对内在价值的分析为基础，而不是以价格惯性为基础——就意味着价值投资者经常处于市场的“另一面”。不过，逆向操作策略并不仅仅是机械地保持与乌合之众相反的态度，在别人向左的时候条件反射地向右。盲目地进行逆向操作与赶时髦的投资方式一样危险——像惯性投资一样，置基础价值分析于不顾，只顾寻找有利的市场时机，投机者这样做相当于把大众心理这种变化莫测的东西当做圣物来顶礼膜拜。对单只股票的内在价值进行估测，并将之与现价进行对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比评估，这才应该是作出投资决策的基础，而不是虚无缥缈的市场情绪。

比如说，凯恩斯有记录的最初几次逆向操作尝试就在现实中碰了壁。1914年7月末，在奥匈帝国向塞尔维亚宣战的那一天，由于担心爆发波及整个欧洲的大战，市场开始下挫，凯恩斯买入了几只矿业和运输业股票。事实上，他猜测战争应该会被控制在局部地区，不会扩大，而股票价格将会随后反弹。他在买入股票当天给父亲的信中写道："在我看来，俄国和德国参战的可能性微乎其微。"事实证明，凯恩斯的乐观情绪大错特错。两天之后，俄国下达了全军动员令，随后德国正式向俄国宣战。多米诺骨牌一触即溃，大战将会席卷大部分的发达世界。年少轻狂的凯恩斯忘记了，在很多时候，市场都成功地扮演了"聪明的大多数"这一理想化的角色。

颇具讽刺意味的是，全球最成功的投资机构伯克希尔·哈撒韦公司就是因为一次失败的商业投资而声名鹊起的。早在20世纪60年代中期沃伦·巴菲特收购伯克希尔·哈撒韦公司时，该公司不管怎么看，似乎都能满足那些用来识别潜在的、估价不足的商业机会的经验法则——低市净率、低市盈率等。然而在这个案例中，市场标低伯克希尔·哈撒韦公司股价的做法是非常正确的，正如巴菲特所述：

美国男士西装的衬里有半数以上都是伯克希尔·哈撒韦公司生产的。如果你穿了一件男士西装，它的衬里就很有可能是伯克希尔·哈撒韦公司生产的。第二次世界大战时，客户从别的地方买不到衬里，我们就开始生产衬里。西尔斯百货曾把我们评选为"年度最佳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供应商”。他们对我们非常欣赏。但问题是，即使我们只想每码提价半美分，他们也不答应，因为没有任何一个人走进一家男装店指定要购买使用伯克希尔·哈撒韦品牌衬里做的西服。

伯克希尔·哈撒韦没有定价能力，它的产品都是普通商品，不得不在激烈的竞争中承受巨大的压力。收购伯克希尔·哈撒韦公司20年之后，巴菲特被迫关闭了该公司最后一家纺织工厂。

垄断企业的投资机会

宁为有瑕玉，不作无瑕石。

——中国谚语

伯克希尔·哈撒韦公司早期的坎坷经历是对凯恩斯和巴菲特所学教训的一个阐释——收购企业时要特别注重其可持续竞争力。用巴菲特的话说，就是要有“护城河”。伯克希尔·哈撒韦公司最初的纺织业务属于商品类行业，要求有很高的资本支出，但回报通常都很差。巴菲特发现，较好的长期商业投资机会在于那些拥有坚固的竞争壁垒的公司，比如独家连锁企业、稳定的寡头垄断企业或是拥有家喻户晓品牌的企业。

巴菲特强调，“处于顺风而不是逆风的行业非常重要”。他建议说，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佳的投资机会就是“当一家伟大的企业遇到暂时的麻烦时”。在这方面，巴菲特的做法与他的导师本杰明·格雷厄姆的做法不尽相同。格雷厄姆信奉的原则是以低廉的价格买入业绩普通的公司的股票，他会构造一个非常多样化的投资组合，买入多种满足他那种简单但却严苛的量化标准的股票，以期通过多样化来抵消波动性的影响，并最终通过股价上涨获利。相比之下，巴菲特的投资准则更加注重定性因素。他要找的是“那些占主导地位、商业模式很难复制、有着强大耐力或持久力的公司”。

巴菲特如此强调定性因素，强调以公允的价格买入拥有较高的“护城河”的公司的股票，这与凯恩斯的手法如出一辙。在一篇早期的杂志文章中，凯恩斯对“蓝筹”的价值大书特书：

> 通常来说，这是一个非常好的法则。投资者要先选择他喜欢的股票种类……比如银行股、石油股、投资信托股、工业股、债券股、优先股或普通股，什么都行，然后只买此类企业中最好的公司的股票。

对价值投资者而言，大多数所谓的“转机股”只能提供非常薄弱的安全边际。以乐观的“蓝天”预期为基础对未来收入进行预测是一种高度投机行为。对于长期投资者来说，优质公司是一个更好的选择。对此，查尔斯·芒格解释说：

> 长期来看，股票的回报率很难比发行该股票的企业的年均利润高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出很多。如果某家企业40年来的资本回报率是6%，你在这40年间持有它的股票，那么你得到的回报率也应该在6%左右——就算你最初购买时该股票的价格比其账面价值低很多也一样。相反，如果一家企业过去20年或30年间的资本回报率是18%，那么即使你当时买它的股票花了很大的价钱，你最终得到的回报也将非常可观。

以复利方式计算，收益的累积速度相当惊人，长期投资者从稳定增长的收益中获得的回报比一次性低价买入获得的回报要多得多。

表现较好的价值型股票

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽。

——贺拉斯，《诗艺》

一般而言，经验证据往往倾向于支持逆向操作投资手法。无数的研究表明，长期来看，“价值型”股票的表现优于“增长型”股票。也就是说相对而言，市盈率和市净率较低、股

> **无数的研究表明，长期来看，“价值型”股票的表现优于“增长型”股票。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息较高的股票给投资者带来的收益更大。就连被人称为“有效市场理论之父”的芝加哥大学教授尤金·法玛本人也成了正统金融理论家中的异端分子，因为他发现在全球主要的交易所中，“价值型”股票的收益往往优于“增长型”股票。

同时，人们还观察到股票市场中存在“均值回归”现象。经济学家罗伯特·希勒在引用了某项研究之后这样说道：

> ……标准普尔指数的10年真实回报率与期初的市盈率之间存在着显著的负相关关系。

希勒解释说，在实际操作中，这就意味着“市场高企已经在酝酿着下行的趋势”。行为经济学家理查德·塞勒和维纳·德邦特在检视为数众多的业绩不佳的股票时发现，“买入超级差的股票这一策略（在最初2到5年）会让投资者在之后几年赚到明显超额的收益”，而之前的绩差股比之前的绩优股的年收益率高出大约8%。均值回归——指短期内表现优于市场指数的股票在更长的时期内表现会劣于市场指数这种倾向，反之亦然——可以被看做是市场正在通过抑制价格过度高涨恢复其作为称重器而非计票器功能的一个外在表现。

一些市场从业人员已经利用这些发现（价值型股票表现较好，绩优股表现出向均值回归的趋势）开发了简单的逆向操作策略，其中最为知名的方法也许就是“狗股理论”。按照该理论，投资者每年从道琼斯工业平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数成份股中找出10只股息率最高的股票，并于每年年初买入。这一策略的理论依据是，道琼斯指数中所有的股票都是派息相对稳定的蓝筹公司的股票，因此，高股息率也许就意味着该股票相对来讲定价较低，表明这只股票正处在价格周期的底部。尽管“狗股理论”的统计分析表明，在大多数时期，道琼斯工业平均指数成份股中排名前10位的股票的确创造了超额回报率，但凯恩斯和巴菲特毫无疑问会拒绝使用这样一种体系，因为它只知道机械地运用规则，而放弃了理性分析。

等待绝佳的投资机会

甚至在金融领域之外，美国人也总是倾向于知道一般看法认为一般看法将会如何，并对此有着异乎寻常的兴趣，而这种全国性的弱点在股票市场中就会遭到报应。

——凯恩斯，《就业、利息和货币通论》

凯恩斯在普罗旺斯保险公司的一位同事回忆说，有一次，一位投资委员会的成员建议大家买入印度国家债券，凯恩斯回应说：“这一定要买，不过时机非常重要。我们等着吧，等到哪位总督被暗杀的时候！”凯恩斯知道，只有充满不确定性的时期才会为“良驹”的出现创造出条件。凯恩斯的门生、意大利经济学家皮耶罗·斯拉法的经历就是这种趋势的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极端例子（这个例子也更让人相信经济学的确是一门沉闷学科的说法）。剑桥大学流传着这样一则逸闻，说斯拉法（他已经继承了一大笔遗产）一直在耐心地等待着“那个绝佳的投资机会”。盟军在广岛和长崎投放原子弹之后不久，他大举买入了日本政府债券，并在战后日本经济“奇迹之年”大大赚了一笔。

凯恩斯本人也利用大萧条时期弥漫的不确定性和恐惧以逆向操作的手法获得了巨大胜利。1933年末，在美国投资者被富兰克林·罗斯福激烈的反公司言论吓得裹足不前时，凯恩斯开始买入公用事业公司的股票，因为他认为这类股票“对美国投资者毫无吸引力，现价大大低于其真实价值”。尽管凯恩斯也害怕罗斯福会将电力公司收归国有，他还是买入了大量的电力公司股票，因为他相信：

> ……如今市场上的某些美国优先股提供了非常有利的投资机会，可以在这个非理性且不合时宜的市场中买到非常廉价的股票。

在接下来的几年里，凯恩斯个人的财产净值几乎翻了两番，其主要收益都来自在华尔街的投资。

同样，沃伦·巴菲特在另一次股市大跌中完成了他最令人惊叹的逆向操作表演。1974年，在很多权威声称“股票之死”已迫在眉睫之时，巴菲特买入了大量华盛顿邮报公司的股票。正如巴菲特所解释的那样，由于市场被浓重的悲观气氛笼罩，从任何合理的测量手段来看，公司的价值都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被大大地低估了：

> 1974年，你花8 000万美元就能买下整个华盛顿邮报公司。当时公司没有一分钱债务，旗下拥有《华盛顿邮报》和《新闻周刊》，哥伦比亚广播公司位于华盛顿特区和佛罗里达州杰克逊维尔市的电视台，迈阿密的ABC电视台，哥伦比亚广播公司在哈特福德/纽黑文的电视台，加拿大80万英亩森林的一半权益，再加上那里的一家年产20万吨的面粉加工厂，《国际先驱论坛报》1/3的股份。或许还有其他资产，不过我记不起来了。如果你从几千个分析师或媒体专家中随便找一个问问他这些财产值多少钱，他们都会说，如果把这些资产加在一起的话，总价值可能4亿美元、5亿美元，甚至是6亿美元。

在充满巨大的不确定性的时期，那些被大幅低估的股票往往就会浮现。在华盛顿邮报公司这个案例中，只要简单做一下加法就知道公司的价值被低估得有多严重。巴菲特不断提醒他的追随者："恐惧是盲从者的敌人，但却是基本面信徒的朋友。" 有了安全边际作为支撑，价值投资者不但没有被不确定性吓倒，反而把不确定性当成了投资武器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少数人的成功

正是在社会生活和行为的这个领域（股票投资）里，胜利、安全与成功从来都只属于少数人，而不是多数人。一旦发现有人同意你的看法，你就应该改变你的主意。如果我能够说服保险公司的董事会买入某只股票，按照我的经验，这时就应该卖掉这只股票了。

——凯恩斯致某位股票投资者，1937年9月28日

凯恩斯既是一个充满反抗精神的个人主义者，也是一个敢于标新立异的团队合作者。有一次，他开玩笑说自己最大的爱好就是“惊扰过惯平静生活的人们，特别是在城市里”，而且有时候这个人在性格上就无法跟多数人达成一致。“二战”接近尾声，在与美国就贷款问题进行谈判时，凯恩斯对于所谓的“建立共识”颇不以为然，甚至大加挞伐。他称美国主管租借资援方案的财政部外国经济管理局局长利奥 · 克劳利不仅幼稚，而且很爱说教，说他的“耳朵离地面太近，连站在他身边的离他最近的人说话他都听不到”，还尖刻地说面色红润的克劳利的脸简直就像是“狒狒的屁股”。对于马瑞纳 · 伊寇斯（当时的美联储主席，也是美国谈判团队的重要成员），他的评论是：“怪不得这家伙是个摩门教徒。没有哪个女人能受得了他。”后来曾获得诺贝尔经济学奖的詹姆斯 · 米德把彻底独立、完全不顾他人感受的凯恩斯描述为“国际谈判中的讨厌鬼”，这丝毫也不令人感到意外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，凯恩斯这位天生的逆向操作投资者也不看好成立一个投资委员会进行投资的办法。在致伊顿财务委员会某位成员的信中，凯恩斯解释道：

> 我投资的中心原则是采取与多数人意见相反的操作。理由是，如果每个人都认同某个项目的优势，那么，其价格必定很高，因此也就没有吸引力。很明显，我不能既坚持我的投资原则，又要大多数人同意我的意见。所以，如果其他有关人员没有足够的信心让我去投资，我就不得不从这个不对等的战斗中抽身出来。

在凯恩斯看来，如果你是这个群体的一员，你就无法一直比这个群体获得更好的投资收益。本杰明·格雷厄姆也曾说过，在股票市场上，只有具备以下两个特点的投资策略才能带来持续的成功：“(1) 本身非常可靠而且很有潜力；(2) 在华尔街不怎么受欢迎。”与投资委员会的一些同事不同，凯恩斯能够意识到，价值投资关注的是事实，而不是潮流。把思考交给大众，抱着人越多知识就越多的想法，必然会导致业绩不佳。

可以说，价值投资者从本质上而言都是逆向操作投资者。一只价格低廉的股票意味着大众没有意识到（至少是低估了）这只股票的收益潜力。

不过，逆向操作可不是条件反射性地反市场情绪而行之那么简单，要想逆着水流游泳，你得先成为一个游泳健将。市场上的“狗股”可能会让你反受其害。价值投资者在经过独立分析之后，如果发现公司拥有可持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益流，他就应该感到满意了。沃伦·巴菲特把“一个局部癌变（可切除）但有着优异特许经营权业务的企业”和一个“经理人期望，而且需要做出无米之炊”的“扭亏为盈”情况作了区分。只要企业的收益前景保持基本不变，价格下跌并不会让价值投资者坐立不安，因为他们知道，在所有其他条件相同的情况下，股价下跌可以让他们用同样的初始投资获得更多的收益。聪明的投资者明白，一只股票当前不受欢迎，并不意味着该股票在未来不能带来收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

11

第十一章

投资中的自我约束

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心等待

要稳要慢，跑快了会跌倒。

——莎士比亚，《罗密欧与朱丽叶》

凯恩斯的母校剑桥国王学院以其始建于中世纪的礼拜堂而闻名遐迩。该教堂被认为是世界建筑史上晚期哥特式建筑的典范之作。它被亨利·詹姆斯称为英格兰最美的教堂，并因为威廉·华兹华斯的诗篇而不朽："壮丽又堂皇，巧智无比……光影错落，乐音流连。"就是在这个具有离尘绝俗之美的圣地，在这个亨利六世为了增加上帝的荣光而建造的教堂之内，20世纪30年代中期的一天，梅纳德·凯恩斯在这里不停地来回踱步，思考着一件非同凡响的任务。他仔细检视了教堂高耸的立柱和穹顶，但却不是为了欣赏其华美庄严。相反，凯恩斯利用他曾经做过数学家的头脑，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致估算了这座建筑的容积。他的目的是为了确定这座教堂是否能够容下即将从南美洲运来的一大船谷物。

出于乐观的预期，凯恩斯买入了这份期货合约。如今，他将不得不接下这个沉重的包袱，包袱里是足够全英国人吃上一个月的小麦。凯恩斯没有支付小麦现价与期货合约价格之间的差价（这是履行期货合约的传统方式）来完成交易，相反，他选择了实物交割，因为他相信，小麦的市场价格必将反弹，超过合约价格。虽然美学很少能够战胜商业，然而，这次凯恩斯要把国王学院的教堂变成谷仓的计划却在中途发生了变化——很显然，这座建筑根本装不下这些货物。凯恩斯采取了拖延战术，抱怨这些小麦中每立方米象鼻虫的数量超过了规定，并要求把远道而来的小麦铺洒在地上，将虫子挑出来，检查质量。结果还没等这些小麦清理完毕，市场价格已经升高了，这位任性的经济学家终于在这个合约上赚了一笔。

凯恩斯把神圣的教堂变成历史上最为优雅的谷仓的荒诞计划具有极为重要的象征意义。这不仅表明他已经从一个乳臭未干的美学家变成了一个头脑顽固的金融家，还意味着他的投资方式从“惯性投资”转变为忠实于几只“宠物”股票的手法。作为早期的价值投资者，凯恩斯相信，“‘保持安静’是最好的座右铭”。短期的价格波动无非是一些“噪音”而已，可以无视。训练有素的投资者应该耐心地等待市场作为称重器而非计票器的功能恢复正常。他认为，对于非理性的大众行为，唯一的理性应对之法就是让博弈者在短期内随意折腾。凯恩斯则始终持有自己选好的投资组合，“我自岿然不动”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种“买入并持有”的策略与“以未来收入流为基础对股票进行评估”的投资理念相辅相成，给长期投资者带来了交易成本大幅降低这一不小的优势，同时也让他们享受了复利带来的巨大利益。

投机的旋涡

如果投机者像企业洪流中漂浮着的泡沫一样，他未必会造成祸害。但是，当企业成为投机旋涡中的泡沫时，形势就会很严重。当一国资本的积累变为赌博行为的副产品时，积累工作多半是干不好的。

——凯恩斯，《就业、利息和货币通论》

西奥多·罗斯福，这位20世纪早期热情支持信托产业的美国总统，曾断言：“从道德角度来看，在股票市场赌博与赌扑克牌、买乐透、赌马没什么区别。” 凯恩斯并不同意这种说法。他认为，相对于赌马和其他无伤大雅的赌博，在股市赌博对“国家的健康”的害处更大。1932年，在接受皇家调查委员会质询时，凯恩斯辩称：“在无关紧要的小事上赌博无伤大雅，但在国家的工业或贸易这类事情上赌博则为害甚巨。”凯恩斯相信，赌马等活动是一个相对无害的投机冲动。但另一方面，在股票市场上进行“行业赌博”则会导致“一国资本的积累变为赌博行为的副产品”。

凯恩斯把股票市场中博弈者对社会造成的破坏效应与商品和货币市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的投机者对社会造成的破坏效应进行了比较。凯恩斯断言，后一类投机者给原本充满风险的境况提供了确定性，因此他们提供了“一种有用的，事实上几乎是必不可少的服务”：

> 如果风险不可避免，那么让那些有资格或是有意愿的人去承担风险比让那些交易者去承担风险要好得多；这些交易者不是没有资格，就是没有意愿，而且风险还会让他们没法集中精力从事自己的业务。

两相对照，股票市场“正当的社会目的”，按照凯恩斯的解释，是“把新投资引向以未来收益而言最有利可图的渠道”。股票的价格表现不仅会影响公司在股票市场融资的能力，而且还会影响到公司的借款能力、收购能力以及战略选择。判断资本主义的一个原则就是，股票市场应该回报那些最为成功的企业。资本主义制度下对于成功的定义传达出来的是赤裸裸的简化主义论调：长期且持续获得利润的能力。

只有“企业”投资（靠估测某只股票的总体预期收益作出投资决策）才能推进这一社会目的。股市投机——正如本杰明·格雷厄姆所言，是“A试图确定B、C和D可能会怎么想，而B、C和D也都在这样做”——可能会让资本和荣誉偏离绩优企业的方向，因此它只会让资金流发生扭曲。凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中说道：“高明的投资应该能克服把未来遮盖起来的由于缺乏信息和时间不足而造成的模糊之处。”在凯恩斯的完美世界里，股票市场上的人全都是为了持有而购买股票的、以“对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一项投资在整个生命周期内的可能收益的长期预测”为基础作出决策的投资者，而不是试图预测大众心理短期变化的惊魂不定的博弈者。

利用时间获利

宝物埋藏起来，上面的锈蚀更严重；善加运用的金币，繁殖出更多金币。

——莎士比亚，《爱神与金童》

凯恩斯是一个幸福的人，因为他拥有这样一种能力：他能够创造出与自己的个人信念相符的经济理论。《就业、利息和货币通论》中的一个很重要的结论——垂死的经济体可以通过增加政府支出的方式加以挽救——就与他“钱是用来花的，而不是用来攒的”的观点完美契合。凯恩斯主张“某种程度的全面的投资社会化”，他相信在特定情形下，国家指定的官僚要强于乌合之众似的市场。而且，他对于股票市场（与货币市场和商品市场相对）投机的看法也与他后来价值投资者的身份相符合。当然，他偶尔也会落入商品期货和外汇期货的陷阱。

无论是生前还是死后，凯恩斯都曾遭人诟病，称他是思考的柔术专家，为了满足个人偏好而随意扭曲自己的理论。然而从维护他的角度来看，长期而言，对社会负责的股市投资方式——以预期收益为基础作出投资决策，并且稳健持有股票的策略——恰恰也最有利于财富创造。长远的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

眼光不仅能让投资者避开不断起落的价格的纷扰，而且还能保护他们的资本不受交易成本的侵蚀。

也许更重要的是，“保持安静”的投资理念——约束自己在市场中的行为，只有在现价与内在价值发生大幅偏离时才出手——能够让投资者获得复利带来的巨大利益。复利相当于财务上的滚雪球游戏。如果资产带来的收益再次进行投资，收益就会带来更多的收益，这样初始资本就会以几何级数的方式增长。“72法则”很好地阐释了复利的指数增长模式。用72除以投资所得收益率，得到的数字就是投进去的资本翻倍所需要的大致年数。比如说，如果某项投资的收益率是每年6%，如果所得收益也重复投资，那么12年之后，初始投入资金就会翻倍。同理，如果年收益率是9%，则只需8年资产价值即可翻一番。

对那些“买入并持有”的价值投资者而言，重要的是在市场中待多长时间，而不是进入市场的时机。

聪明的投资者在价值创造的过程中会把时间当成自己的盟友，利用凯恩斯所说的“复利的强大力量”，而不是市场变化莫测的奇想。对那些“买入并持有”的价值投资者而言，重要的是在市场中待多长时间，而不是进入市场的时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票经纪人之害

股票经纪人：别人买卖股票，他却从中渔利的卑鄙小人。

——塞缪尔 · 约翰逊，《英语词典》

自小时候起，凯恩斯就对股票经纪人和投资经理没有什么好感。在他的第一本书《印度通货与金融》中，凯恩斯言辞激烈地质问道：

……其他社会公仆所提供的社会服务同样有价值，同样也很困难，可与这些社会公仆的收入相比，凭什么我们要付给他们如此多的不成比例的报酬呢？这种状况还要持续多长时间？

后来，他还建议自己正要去投资世界闯荡一番的侄子不要听任何经纪人的建议。凯恩斯暗示说，在经纪人这个圈子里，存在着逆向达尔文主义，只有最愚笨的人才能生存。他对自己抚养长大的这个年轻人说："毕竟，大家知道经纪人会出错。抛开他们作为内部人的优势不谈，如果他们真的能够提出好的建议，很显然，他们早就揣着一大笔钱回去养老了。"

和凯恩斯一样，伯克希尔 · 哈撒韦公司的二人组也不喜欢金融咨询这个行业。沃伦 · 巴菲特打趣说："那些开着劳斯莱斯上班的人问计于那些乘地铁上班的人，这种景象只有在华尔街才能看到。"查尔斯 · 芒格拉过凯恩斯来支持他的论点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我同意凯恩斯对投资管理行业的批评。因为这些人无非是在这个股票的永恒宇宙内摇来摆去。这些人所做的努力全都互相抵消了。

就如影片《华尔街》中著名的金融大亨戈登·盖葛解释的那样，总体而言，股票市场投资是一个“零和博弈，有人赢，有人输”。因此，加入另外一层中介就意味着对于投资者整体而言，可以分配的总体收益变少了。

股票经纪人和其他金融中介就像鲨鱼一样，他们必须要不停地移动才能活得下去。投资者和股票经纪人的利益往往并不一致。经纪人铆足了劲去大量制造交易，这样就能使佣金最大化，而受损的必然是投资者。股票经纪人不仅会鼓励投资者多多交易，同时，佣金、买方出价与卖方要价之间的差价以及其他机构收取的费用，会严重侵蚀活跃投资者的资本金基础。

学会避税

避税是目前唯一能够带来实在利益的知性探索。

——凯恩斯

从积极的角度来看，经纪人收取的费用和其他交易成本的确能起到类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似制动器的作用：阻止过度交易，鼓励股票市场参与者在买入或卖出之前三思而后行，这样就有可能让他们少支付一些惩罚性成本。“资本利得税”——针对卖出资产（包括股票）所获利润征收的税名目繁多，但实际上这些税并不是针对资本利得征收的税，而是交易税。因为如果一位投资者持有的股票价格上升了，那么针对其所获利润，他只是承担名义上的税负；只有在他实际卖出股票的时候，才需要真正支付税款。

“买入并持有”型投资者有时还会获得“长期资本利得”减让，比如，持有期限超过1年的投资品的税率可能更低。除了直观的税收减免之外，税负递延——因为复利的力量——对于该投资者持有的投资组合的税后价值也有很大的积极效应。操作频繁的市场博弈者的投资组合每年都会发生变化，因此每年都要支付税款。而“买入并持有”型投资者的股票只要还没有出手，他所承担的税负就只是理论上的，因此他的真实收益可以说就是税前收益，在实际效果上，这相当于投资者从税务局拿到了无息贷款。由于复利的指数增长效应，在所有其他条件相同的情况下，“买入并持有”型投资者的税后收益也会高出许多。

对于因为过于活跃的市场行为而遭受的“自伤”，沃伦 · 巴菲特和查尔斯 · 芒格的批评声音尤为尖锐。巴菲特警告说，“过于活跃的股票市场实际是针对企业进行的扒窃”，查尔斯 · 芒格则建议投资者采取最小化“摩擦成本”的策略：

对于个人而言，我建议他们长期持有几家伟大公司的股票，然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么都不用做，坐在那里等着就行了。这一策略的好处非常明显：你付给经纪人的费用更少，听到的胡言乱语也更少。如果这一策略成效不错，政府的税务系统每年会给你1%、2%或3%的额外回报，而且还会每年以复利的方式累加。

诚如巴菲特在给伯克希尔·哈撒韦公司股东的一封信中所说："对于投资者整体而言，运动增加则回报降低。"

稳健地持有

如今，我相信成功的投资取决于……（除其他因素外）稳健地持有……大量股票，不管市场如何变化，也需要持有几年才行……

——凯恩斯致国王学院财产管理委员会，1938年5月8日

凯恩斯比大多人更能理解成功的投机者所感受到的虽转瞬即逝但却激烈振奋的满足感。怀着"由盗猎者转变成看守者"的内疚，他在《就业、利息和货币通论》中写道："人类的本性需要快速的成果……而较长时期以后的收益会被一般人大打折扣后才使它变为现在的价值。"正是基于这种心理特征（当前的行为被金融理论家认为是一种病态，并将其称为"双曲贴现"），凯恩斯为他投资生涯后半段在股市中取得的巨大成功奠定了基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础。这种放眼长远的态度与“以实现定价偏低股票的潜在收益”为基础制定的投资策略相一致，而这种“稳健”也保护了投资者不受交易成本的侵蚀——对于活跃的投资者来说，这种侵蚀可能是非常严重的。

在《就业、利息和货币通论》中，凯恩斯建议那些多少有些强迫症意味的股市参与者把眼光放长远一点，这样就可以治愈他们的急功近利和多动症。他认为：“政府施加相当高额的交易税可能会……减少投机压倒企业经营的可能性。”后来，沃伦·巴菲特也继承了这一观点，他声称，对于持有期间少于1年的股票所得的利润应该100%征税。巴菲特之所以拒绝拆分伯克希尔·哈撒韦公司的股票（2006年底，在纽约证券交易所，该公司的股价是最高的，突破了每股10万美元大关），就是为了抑制股票的流动性，这样同时也就降低了投机压力。

在评估股票投资长期策略的价值时，凯恩斯说：

> ……让证券合约成为永久性的、不可撤销的；像婚姻一样，除了死亡和其他严重原因以外，不能解约。这也许是治理当代弊端的一个有效手段，因为它可以迫使投资者考虑（且只能考虑）长期的前景。

至少对凯恩斯而言，婚姻这一比喻是恰如其分的。他已经从一个金融“风流浪子”——曾在外汇和商品期货市场追逐过“一夜情”——变成了一个更为稳健的好男人，对他所选的一群股市“宠物”保持着忠诚。

沃伦·巴菲特在讨论投资策略时，也拿婚姻关系来作比喻，称他自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的投资方法为"'不死不离'策略"，对伯克希尔·哈撒韦公司"坚决买入并持有"的立场赞赏有加。20世纪早期著名的股票交易者杰西·利弗莫尔曾一度把华尔街比做一个"大妓院"，经纪人就是皮条客，把股票推荐给每一个人。这个比喻虽有些粗俗，但借着这个比喻，我们可以说凯恩斯——这个改过自新的罪人，最终皈依于"买入并持有"策略的前投机者，想要让他选择的那些股票变成诚实的女人，并矢志寻求和他手选的这些"良驹"保持忠诚且卓有成效的关系。巴菲特在给公司股东的一封信中提醒大家，投资者不会仅仅因为投资活动而得到回报；要想得到回报，就必须坚持正确的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

12

第十二章

集中化还是多样化?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拒绝多样组合

好东西越多就越好。

——梅·韦斯特，影片《我的小山雀》中的人物

凯恩斯的祖父在赚钱方面丝毫不比他这位声名卓著的孙子逊色。由于英国人对园艺有一种执著的偏爱，凯恩斯的祖父以养花为业，赚了不少钱。他在19世纪40年代的“大丽花狂热”中第一次在金融市场上大显身手。老凯恩斯是一个精明的商人，他只关注那些最赚钱的花系品种——先是大丽花，然后是康乃馨，而不去（用当时的一本园艺杂志的话说）“从事‘钱途’可疑的事业”。像祖父一样，凯恩斯也相信在少数一些“宠物”上大量投资，比无差别地多样化投资策略能得到更好的回报。

凯恩斯因为在很少的几只股票上大量投资而不断受到斥责。普罗旺斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司的一位同事因为他“异乎寻常地大量”买入船运公司股票而对他大加批评，凯恩斯愤慨地回应道：

> 很抱歉，我买了太多的德默斯特公司的股票……长期以来，我一直抱有这样一种错觉，认为一只优质股比10只劣等股更安全，而且我总是忘记几乎没有什么人和我抱有同样的错觉。我想，现在股价已经上涨了6便士，如果你愿意，可以随时在无须亏损的情况下卖掉多余的股票。

凯恩斯以其坚忍不拔的逆向操作者的意志，拒绝接受“最优的投资组合应是广泛多样化的投资组合”这样的正统观点。传统的金融理论认为市场是有效的，也就是说，所有股票的价值都已经正确地反映在价格当中，任何一只股票随着未来未知事件的发生而涨跌的情况都是一样的。基于这种假设，普遍为人们所接受的观点是，大量买入不同种类的股票可以使任何一只股票随机性表现欠佳造成的影响最小化。多样化策略就是将“不要把所有鸡蛋放到一个篮子里”这一箴言运用到股票市场的结果。

与在他之后的沃伦·巴菲特一样，凯恩斯并不认同这种投资手法。他认为，一个耐心的、消息灵通的投资者有能力选少数几只“上涨幅度大大超过市场领先公司指数前景”的“超优惠股”。当这些少数几只“良驹”股票——用巴菲特的话说就是“超级明星”，或是“满贯全垒打”——周期性地在市场上出现时，聪明的投资者不惮于将相对较大的一部分资金投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入到这样的股票上面。

相应地，凯恩斯在投资生涯的后半段一直都保持了极其紧凑的投资组合，为数不多的几家公司的股票占据了他所持股票整体价值的一半以上。因为对资产组合集中化的信任，凯恩斯的投资绩效——虽然波动性相对更高——远远优于大市。

鸡蛋与篮子的问题

我把钱都存起来了，这儿一些，那儿一些，哪儿都不太多，以免引起怀疑。

——朗·约翰·西尔弗，
罗伯特·路易斯·史蒂文森小说《金银岛》中的人物

从本质上看，资产组合多样化是一种防守型策略。通过把资金分散在大量的股票上来降低表现不佳的股票对投资组合整体价值的影响程度。此外，投资组合内部多样化程度越高（也就是说，对整体市场的代表性越高），表现劣于大市的风险相对就越低。这一结果对于正统的理论家和一般投资者都非常重要。传统的金融理论认为，“风险”的定义是投资组合相对于大市的波动性，因此理论家断言，从定义来看，一个多样化的投资组合必定比只包含少数几只股票的投资组合的风险要低。通常而言，一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者都是风险厌恶型的，接受较低的可能的投资组合收益率就是为降低可能出现损失的风险付出的代价。

尽管凯恩斯本人从来没有对中庸的投资回报表示过满足，但他的确曾承认，对于那些对股票市场没有太多了解的人而言，“把投资分散到尽可能多的领域”这一策略 “可能是最明智的选择”。沃伦 · 巴菲特在一封给股东的信中重复了这一观点：

> 多样化为那些不了解股市的人提供了一种保护。如果你想确保不输给大市，你就应该什么都买。这没有什么不对的。对于那些不知道如何分析企业的人来说，这的确是一个非常可靠的投资方法。

凯恩斯认为，对于那些不能或不愿严格执行价值投资策略的个人来说，“就如同让他做自己的医生或是律师一样，让他自己去投资这种做法太过轻率了”。

对这些投资者来说，指数基金——多只股票组合在一起，每只股票被赋予适当的权重，从而有效模仿大市表现的投资工具——是不错的选择，相对股票市场而言风险更低。巴菲特曾对伯克希尔 · 哈撒韦公司的股东解释说，一个想要“长期投资某一行业股票”但又经验不足的投资者，应该：

> ……分散持有许多公司的股票，同时将投入的时点拉长，比如说，通过定期投资指数基金，一个什么都不懂的投资者通常都能打败大部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分专业经理人。诡异的是，当“傻钱”了解到自己的局限之后，它就不再那么“傻”了。

此外，如果一个投资者不管基金的价格如何，都定期购买固定金额的指数基金（即所谓的“成本平均策略”），那么他就能够自动消解“市场先生”的过当行为。当“市场先生”狂热的时候（股价可能会远远高于基础价值），由于每股成本升高，投资者每次买入的基金数量就会减少。相反，当“市场先生”沮丧的时候（股价远远低于基础价值），投资者用同样的资金就能买入更多的基金。成本平均策略是一个简单的、自我调节的逆向投资策略，经验不足的投资者如果采用了这一策略，就不必费力气去猜测“市场先生”的情绪了。

满贯全垒打策略

一个人若要选择和光同尘，一定先要仔细想好自己放弃的是一个多么丰富的世界。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生，《日记》

不过，加入普罗大众的代价就是，你再也不会有卓尔不群的机会了——多样化不仅限制了向下的波动性，也限制了向上的波动性。凯恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多样化不仅限制了向下的波动性，也限制了向上的波动性。

斯相信，对于那些深刻理解市场的人来说，多样化的投资组合根本就毫无意义。他认为，那些能够对股票进行适当分析的人应该只关注那些潜在的“良驹”，当它们偶尔在市场上出现的时候大举买入。

在投资生涯行将结束之际，凯恩斯这样总结道：

> ……一个人之所以能够赚到利润，全都是因为他采用了大量买进少数几只非常喜欢的股票这一策略……任何人都不可能凭借多样化这种平庸的方式赚到什么钱。

类似地，伯克希尔·哈撒韦公司的二人组也奉行大举买入“满贯全垒打”这一策略。查尔斯·芒格肯定了“只进行几笔很棒的投资然后就什么也不用做了”这种投资策略，而巴菲特则建议说：“重要的是当你真正找到（一个‘超级明星’），而你又明白自己在干什么时，一定要大量买进。”借用巴菲特的一句格言：“不值得做的事情，就不值得做好。”如果你拿下了一个“全垒打”，结果你所买的股票只占整个投资组合价值的很小一部分，那么这个全垒打的好处就被大大稀释了。

投资组合集中化策略之所以比多样化策略的绩效更好，原因有几个，包括交易成本更低（随着交易规模增大，经纪人收取的佣金数量占投资总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额的百分比变低）、可能的管理费用更低，等等。但是，若要消息灵通、思虑清楚的投资者采取投资组合集中化策略，最为令人信服的论据大概应该算是沃伦·巴菲特在给股东的一封信中所表达出来的简单逻辑：

> 我实在不了解那些（学有所长的）投资者为什么……要把钱投在他"最喜欢的公司名录"中排名第20的公司上，而不是把这些钱投在排名最靠前的几家公司——那些他最熟稔，风险最低，同时获利可能也最大的公司之上。

那些引发了市场投机冲动的因素同时也鼓励了多样化这一策略，它让这些投资者渴望成为普罗大众的一分子。投资大师杰洛德·罗布曾经说过，一个广泛多样化的投资组合是"一份不知道自己在做什么的供词，一种想要达到平均业绩的努力"。对于那些相信自己真正能够把股票进行排序的投资者而言，投资组合集中化策略更为可取。

投资最了解的股票

> 智慧的艺术，是懂得应该忽视什么的艺术。
>
> ——威廉·詹姆斯，《心理学原理》

多样化是投资者向不确定性缴纳的贡金。《圣经·传道书》（这可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是世界上最早的支持多样化的文字了）建议读者：

> 当将你的粮食撒在水面，因为日久必能得着。你要分给七人，或分给八人，因为你不知道将来有什么灾祸临到地上。

《圣经》中有关多样化的指令表明了人们对于不确定性的一般态度——以尽可能稀释风险的方式控制风险。事实上，与其说多样化是一种降低风险的策略，倒不如说是一种分散风险的策略。

凯恩斯对于股票市场中的不确定性和风险的反应与大众思维大相径庭。在致一位生意伙伴的信中，他这样解释道：

> ……关于风险，我的理论是：宁可大量持有那些你相信有证据表明没有风险的股票，也不把资金分散投入到那些你无法如此笃定的领域中去。

为了查证哪些股票“有证据表明不存在风险”，价值投资者会去寻找那些安全边际足够大的股票，即那些估测出来的内在价值与现价之间存在相当大缺口的股票。

在进行此类分析时，聪明的投资者会把精力完全放在他能够理解的那些公司上面。凯恩斯说，他宁可“选择一只有足够的信息可资作出判断的股票，也不选10只所知不多甚或一无所知的股票”。他的论点是，聪明的、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消息灵通的投资者只会对在他们“能力范围”（巴菲特语）之内的那些行业的股票进行严查细选，并且仅投资于那些他们认为有足够安全边际的股票，以此来降低下侧风险。如同苏格拉底一样，聪明的投资者之所以聪明，是因为他们知道自己所掌握的知识很有限。

有风险不是坏事

把你所有的鸡蛋都放进一个篮子里，然后——看好这个篮子。

——马克·吐温，《傻瓜威尔逊》

诡异的是，同所有其他形式的保险一样，多样化实际上会鼓励更为冒险的行为。那些投保了水灾险的人更容易受到诱惑，把房子建在水边；那些系了安全带的司机飞驰起来更加不管不顾；以此类推，高度多样化的投资者也会觉得自己可以在某一只投机性股票上小赌一把，反正相对来说风险也没有多大。经济学家、股票经纪人大卫·李嘉图曾经说过：“我每次玩的赌注都很小，这样即便我输了，也没有什么好懊悔的。”或者，用鲍勃·迪伦（一个离我们这个时代更近的关注这一现象的权威）的话说：“如果你什么都没有的话，也就没有什么好失去的了。”

与奉行多样化策略的股票投资者相对，那些采取投资组合集中化策略的投资者在大举买进一只股票之前，都会按照常规要求有足够的“舒适边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际”。对于赔钱的恐惧可以让人的意识高度集中。如果这个投资者要把他一大部分的资金全都投入到一只股票上，他很可能会在投资之前严格地彻查这只股票。正如巴菲特所总结的那样，投资组合集中化策略应该“不仅能够在投资者买进股票之前强化其对于企业的认知程度，还能够提高其对于该公司经济特征的舒适程度”。

因此，把资金投向少数几只股票并不会增加投资组合的“风险”——按照门外汉的定义，这里的风险是指遭受经济损失的可能性。聪明的投资者只会选择那些在现价和估算出来的基础价值之间存在最大缺口的股票。在应对长期经济损失方面，此类股票有可能提供最大的安全边际。当然，如果一个投资组合中只有少数几只股票，其波动性必然会比多样化的投资组合更大，尽管如此，长期的持有者对短期价格波动几乎不感兴趣，他们关注的是收益，而不是资本本身市值的上升。实际上，价值投资者最喜欢那些可能会表现出极端波动性的股票，区别在于，这些投资者预期的是显著的、向上的波动性。对价值投资者而言，有风险不是坏事，他们欢迎风险，并积极地利用风险，而不是被动地抵抗风险。

抓住好机会

我之所以把投资视为世界上最了不起的事业，是因为你从来都不必被迫挥杆击球。你站在本垒板上，投球手把大众汽车以47美元的速度投给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你，把美国钢铁以39美元的速度投给你，你可以什么都不做，没有人会判你出局。除了失去了一些机会之外，没有任何惩罚。你可以花上一整天来等待你喜欢的那个球；然后等外场手都睡着了的时候，你就可以走上前去一击而中。

——沃伦·巴菲特，《福布斯》杂志

投资组合多样化的策略是人们基于市场有效性的信念而产生的一个符合逻辑的结果。正如凯恩斯所言："有些人认为有些投资需要仔细观察给出意见，而另外一些投资就不需要这样做，这种想法是错误的。每次投资都意味着你要选择站在市场的这一边还是站在市场的那一边。"从本质上而言，极端多样化的策略意味着投资者承认选股的努力是徒劳无益的，也就是说，每只股票都差不多。这相当于坦白承认市场比这个人更聪明。

有人认为市场总是能够凭借公开信息对股票正确地进行定价，寻找"良驹"的努力全都是徒劳而已，凯恩斯对此则不以为然。他的观点更加务实，并且深深植根于他自己作为投资者和金融理论家的经验。凯恩斯相信，金融交易也许经常是有效的，但并非永远是有效的。时不时地，股票市场就会出现价格与基础价值大幅偏离的情形——也许"市场先生"正深陷于剧烈的双相情感障碍而不能自拔，而聪明的投资者就是要抓住这样的时机大举买进。

一次，诗人保尔·瓦雷里问阿尔伯特·爱因斯坦是否随身带有记事本以便随时记下自己的想法，据说爱因斯坦的回答是："哦，根本没有必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要——我很少有什么想法。”同样地，能够以较大折扣买入优质股票的机会也很少出现。股票投资者、作家菲利普·费雪曾这样说道：

……注重实际的投资者往往都会了解到，他们面临的问题是要找到足够好的投资机会，而不是在过多的机会中作出选择……通常而言，备选股票名单太长并不意味着这个投资者非常聪明颖慧，而是说明他太过举棋不定。

凯恩斯也认为“超优惠”股票并不容易找到，他说：“就我本身而言，任何时候让我感到完全放心的公司都不过是两三家而已，很少有更多了。”

因此，一旦市场上出现了与内在价值相比真正廉价的股票，投资者就应该大量买入这只股票。查尔斯·芒格在解释伯克希尔·哈撒韦公司“满载”买入定价错误的股票的策略时，打了这样一个比方：

在军中玩牌和年轻时做律师的经历，都很好地磨砺了我做生意的技巧，当情况不利时，你必须要学会及早放弃；当你真正觉得胜券在握时，抓住机会下大注，毕竟这种机会不多。这种机会虽然有，但不会经常有，一旦出现，就该紧紧把握住。

巴菲特经常提醒他的信徒，好的投资机会非常稀少，一旦有了这样的机会，就绝不要吝啬。当一只“良驹”出现的时候，价值投资者绝对不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

害怕，要勇于投入相对而言数目较大的资金。

坚持以估值为基础

把花拔出来给草浇水是不会有什么好结果的。

——彼得·林奇，《在华尔街的崛起》

对于凯恩斯和巴菲特这样采取“买入并持有”策略的投资者来说，久而久之，投资组合集中化就会自然而然地产生。投资组合中总有一些股票比其他股票表现更好，而这些“良驹”在组合中会逐渐占很大的价值比重，这是理所当然的。采取投资组合集中化策略时，投资者一定要抵抗住“重新平衡”所持股票种类的本能欲望，不能因为少数几家公司的股票占据了自己在股票市场投资的绝大部分而惶惑不安。

巴菲特用类比的方式阐述了这一观点。如果一个投资者想要买入一所大学明星篮球队员20%的未来权益，由于这些篮球队员非常有潜力，其中甚至有一小部分球员将来会进入NBA打球，那么在他能得到的权益中，绝大部分可能就集中在这一小部分球员身上。巴菲特说：

> 仅仅因为最成功的部分投资所占投资组合总体价值比重太大而建议这位投资者把这部分投资卖掉，就相当于建议公牛队把迈克尔·乔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丹交换掉，原因仅仅是因为他对球队来说太重要了。

巴菲特提醒投资者注意，绝对不能因为“超级明星”太成功了而将它们卖掉。做出卖出或持有某一股票的决定应该且只能以该股票未来收益预期相对于现价的估值为基础，而不是以过去的表现为基础。

集中化不要走得太远

……如果传来的是坏消息，则（我的投机头寸）半数价格上涨，半数价格下跌；如果传来的是好消息，情况亦是如此。因此我持有的头寸是“平衡得很好的头寸”……

——凯恩斯致母亲，1922年9月2日

在因竞选国家共同人寿保险协会主席这一职位而接受面试时，凯恩斯大胆地提出了这样的见解：正确的投资策略是仅持有一只股票，并在每周开董事会时更换。毫无疑问，凯恩斯故意使用这样夸张的言辞，目的就是为了让他们卸下防卫，不要固执地坚守被动的、财产导向的投资策略。尽管这不过是一种虚张声势的说法（目的在于惊吓一下那些穿着正式礼服的绅士，好让他们收敛一下志得意满的派头），却也在很大程度上反映了凯恩斯对于“核心投资法”的信念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，凯恩斯在对紧凑型投资组合情有独钟的同时，也承认集中化的原则不应当“走得太远”。凯恩斯认为，有必要维持一个“平衡得很好的投资头寸”，这说明在持股时一定程度的多样化还是有其道理的。他认为“平衡得很好的头寸”应该：

> ……包括风险水平不同的股票（尽管某一股票的比重可能相对很大），如果可能，要包含风险方向相反的股票（比如说，在持有其他股票的同时，持有黄金股票；因为当大市出现波动时，黄金股票的风险往往反向变动）。

如果一个投资组合中的股票风险特征各不相同（比如说，同时包括石油公司的股票和航空公司的股票），那么这个组合就能够（至少部分地）抵消任何一只股票不可预见的震荡带来的影响。

此外，投资者如果选择把资本分散投资于不同的资产类别的话（比如说，不仅持有股票，还持有不动产或债券），那么在保持一个集中化的投资组合的同时，还可以获得多样化的某些好处，尽管凯恩斯的财富完全集中在股票市场（他从未有过房子或任何其他形式的房地产，在他去世时，股票占了他总资产价值的90%以上），但大多数其他投资者的偏好并不仅限于股票这一种资产类别。据报道，美国金融家J·P·摩根曾建议他的一位朋友（这位朋友因为过于担心股票投资组合的状况，以至于睡眠都大受影响）：“卖出股票，直到你能睡着为止。”同样，相较凯恩斯而言，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数价值投资者都会采取一种更为多样化的投资手法。

大量投资优质股票

有人认为，所谓“安全第一”就是在不同的方向进行大量小规模的赌博……而不是把大笔赌注都压在拥有充足信息的一家公司之上，在我看来，这是对“安全第一”这一投资策略的拙劣模仿。

——凯恩斯致普罗旺斯保险公司主席，1942年2月6日

价值投资强调的是股票的质量，而不是数量。对于那些相信自己对市场（或者至少是市场中的某些行业）有所了解的投资者来说，把精力集中在凯恩斯所说的“超优惠”股票上是很有道理的。这样的几只股票——凯恩斯从未指定一个确切的数字，巴菲特则在某次公报中建议“5到10个定价合理的公司”——会吸收掉大部分的可投资资金。聪明的投资者（因为他们了解手头正在分析的这些公司，同时也因为要让这样相对较大规模的投资有据可依，他们的“舒适边际”要求也会很高）在经过认真的分析之后，会满意地发现，他们的投资并没有太大的风险。他们不会依靠“市场是有效的，因此也就无须仔细分析这些公司的状况”这样的信念，不会把资金投入到知之甚少的多种股票上。

核心投资法的意义不仅在于维持一个目标明确的股票资产组合，还在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于限制需要分析的股票的数量（在投资者“能力范围”之内的），以及分析股票时激光一般的强度和专注。聪明的投资者不会条件反射般地把自己的资金投入到所有的投资机会之上，凯恩斯曾说道：

> 把鸡蛋分散在大量的篮子里，但却没有时间也没有机会去检查一下有多少个篮子的底部有洞，这样做必然会增加风险和损失。

与传统的金融理论家的观点不同，凯恩斯认为采用核心投资法的投资组合的风险比采用多样化投资法的投资组合的风险要低，因为投资者仅选取自己能力范围之内的股票进行分析，并且在将占投资总额相当大比重的资金投入到一只股票上之前，会对“舒适边际”提出很高的要求。

颇具讽刺意味的是，在资本主义的神庙里，亚当·斯密的有关专门化的戒律却被彻底地忽视了。凯恩斯在给普罗旺斯保险公司主席的一封信中批判了多样化的教条，他说：

> 久而久之，我越来越相信正确的投资方法是将大部分资金投入到自己认为了解的公司之上，投入到自己完全相信的管理团队之上。将资金分散投资到自己不懂且没有什么理由对其抱持特别信心的一大堆公司上，想以此来控制风险，这种做法是错误的。

凯恩斯强调说，就某一只股票而言，投资的风险水平与对于该股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者如果能像凯恩斯所建议的那样，把资金全部投入到“良驹”上面，那么他就既可以降低投资组合的风险，又能拥有跑赢大市的最大胜算。

的无知及不确定性水平成正比。价值投资逆转了传统理论中风险与回报此消彼长的关系。那些明确拥有最大安全边际的股票（因此按照定义，其下侧风险最低）也是潜在的能够带来最高回报的股票。投资者如果能像凯恩斯所建议的那样，把资金全部投入到“良驹”上面，那么他就既可以降低投资组合的风险，又能拥有跑赢大市的最大胜算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

13

第十三章

投资者的分寸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金钱的位置

现世之事，有一些我们能够控制，另一些则无法左右……如果你渴求自由，那么那些取决于他人之物，你就不要指望得到，也不要妄想躲开，否则你将注定成为奴隶。

——爱比克泰德，《手册》

对于圣提摩太“贪财乃万恶之根”这一信念，凯恩斯只是有条件地表示同意。没错，对于那些以占有钱财为乐事、以不辞劳苦赚钱为目的人，他是没有什么好感的。但是，他也同意塞缪尔·约翰逊的看法，认为“为钱忙碌，几乎要比为其他任何事情忙碌都更无害”。凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中提到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……正因赚钱的机会和私有财产的存在，人类危险的癖好才可以被疏导到比较无害的渠道之中；而这些癖好如果不以此种方式得以满足，那么，它们会被用于残暴、肆无忌惮地对个人权利或权威的追求，以及其他方式的自我高大化。人们对他们自己的银行存款实施暴政比他们对同胞实施暴政要好一些……

不管怎样，正如凯恩斯所承认的，“赚钱的激情”是必要的恶。正是有了那些被“赚钱的激情”驱使的人，有了因为他们乐此不疲地追求利润，人类才被带到了“经济上美满”、物质上丰富的应许之地。

与其他那些极力膜拜财神的人不同，凯恩斯对钱抱有一种更加功利主义的观念。他曾淡然地对他的朋友邓肯·格兰特（此人在生日时收到的生日礼物竟然是赤裸裸的现金，这让他“大为光火”）说：“这东西作为一种工具还是不错的，但它本身毫不重要。”后来，在《货币改革论》中，他又讲到“金钱只是提供了一种便利”：

金钱无非是一个媒介，从一个人的手里流到另外一个人的手里，有人得到，有人花掉，然后金钱在使命完成后从国民财富总和中消失，金钱本身并不重要。然而，要让人们理解这一点，似乎并不容易。

凯恩斯认为，赚钱在日常生活中应该有一个适当的位置——它是一种娱乐，一种智力游戏，一种保全生活中美好事物的手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历过早期投资生涯的失败之后，凯恩斯意识到要想在股市取得持续成功，就必须利用他人的乌合之众行为，而不能加入这些人，成为乌合之众中的一员。此外，在制定投资决策时采取一种有条理的、按部就班的分析方法，比盲目跟风要好很多。凯恩斯从20世纪20年代股市动荡中得到的教训就是：金融交易在本质上是不可预测的，至少在短期内如此。因此，聪明的投资者会接受他们无法控制市场行为这一事实，然后把精力放到控制自己的行为之上。按照沃伦·巴菲特的说法，这需要“一个赖以做出决策的比较完善的知识框架，和一种排除情绪对框架的干扰的能力”。

赚钱在日常生活中应该有一个适当的位置——它是一种娱乐，一种智力游戏，一种保全生活中美好事物的手段。

保持镇定

投资就好比看着油漆变干或是看着小草生长。如果你想要刺激，带上800美元去拉斯韦加斯好了。

——保罗·萨缪尔森

凯恩斯对于股票交易所要求缴纳的贡金并非没有察觉。在一篇传记性作品中，他把巴黎和会上的德国代表描述为“一群悲伤的人……拉长着沮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丧的脸，圆瞪着疲惫的眼睛，和那些在股票交易所里刚遭受过打击的人差不多”。乍看之下，把一个被征服的国家的代表比做投资失败的受害者，这个比喻似乎诡异，而且也不太贴切。不过，我们要知道，这段文字是在1931年写就的，当时正是大萧条的低谷，他的一名学生的死亡彼时仍历历在目。在凯恩斯看来，国家共同人寿保险协会的董事西德尼 · 罗素 · 库克是一个“聪明而且迷人的人”，却在前一年刚刚由于股票交易巨亏而结束了自己的生命。凯恩斯发现，金钱世界中的厄运给那些被动物精神感染的人带来了深重的灾难。

在接下来市场比较平静的一段时间里，凯恩斯凭借价值投资把损失掉的钱全都赚了回来。此后，他总结道，聪明的投资者需要“尽量多的耐心和镇定”来抵挡动物精神周期性的入侵以及价格波动带来的烦扰。市场流动性以及与其相伴而生的价格的不断变化，是一把双刃剑。投资者进入和退出市场都很容易，这就使得他们像凯恩斯所说的那样“更加愿意承担风险”，但股票价格的瞬时变化可能在股票市场博弈者的头脑中形成一个短期的心理定势。凯恩斯警告说：

> 一个人绝不能让这一事实影响他对报价时时变动的证券的态度，失去分寸感。有些财务主管会毫不畏惧地购买房地产交易中非挂牌、无适销市场的投资，而当他们在审计需要卖出投资获得立即可用的现金时，头发都可能会被急白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯断言，聪明的投资者会保持一种“分寸感”，接受股票价格可能在较长时间内偏离基础价值这一事实。投资者不能被不断变化的价格和“市场先生”不停地要求买入或卖出的催促冲昏头脑。相反，训练有素的投资者会通过分析找出定价错误的股票，坚持把投资期限放长，确信市场有朝一日终会恢复其称重器的功能，预期的未来现金流将得以实现，并且那些具有可持续收益能力的企业最终会得到回报。正如凯恩斯一位脾性相投的同事所言，价值投资者必须“对以理性和常识为基础的策略的终极正确性保持坚定信心”。

聪明的投资者会保持一种“分寸感”，接受股票价格可能在较长时间内偏离基础价值这一事实。

独立分析

就我个人而言，我当然可以把自己称为佛教徒式的投资者，因为我完全靠自己的冥想做出投资决策。

——凯恩斯致一名股票投资者，1945年3月28日

本杰明·格雷厄姆曾经说过：“通常而言，购买乏人问津而且价格被低估的股票是对耐心的一种严峻考验。”价格投资者必须要抵抗那些强大的鼓励从众思维和短期心态的社会力量。不仅不断变化的股票价格会让缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乏训练的投资者看不清投资的长期价值，而且股票市场参与者还必须与极力想提高股票市场换手率的制度机构作斗争。股票经纪人和投资经理因为拥有既得利益，因此会大力鼓动投资者频繁地进行交易，甚至连正统的金融理论也与投机者合谋，将“风险”定义为价格的波动性，而非收益的波动性，让投资者去注意短期的价格趋势，而非长期的收益。

价值投资者不会因这些因素而动摇。相反，他们明白，股票市场是用来为投资者服务的，而不是用来“教训”投资者的。在20世纪30年代初期黑暗的日子里，在股市经历了又一轮的下跌之后，凯恩斯以藐视的态度反抗道：

> ……我并不因此认为一个负责任的投资机构就应该每周以恐慌的目光打量股票清单，然后找出一个倒霉蛋，把它抛向熊群。

凯恩斯之类的价值投资者会依靠自己独立的分析，而不会去寻求普罗大众的指导。他们像凯恩斯一样，采取“某种一以贯之的策略”，只有在价格与基础价值出现巨大落差时才会出手进行投资。

股票市场的价格对价值投资者来说，只是相对于内在价值的一个参考基准，用以确定是否存在足够的安全边际。对于投资者而言，这是一个潜在的入场点或是离场点，但过去的价格模式不应该对投资决策产生影响。正如凯恩斯所说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……在我看来，最重要的就是不要太过于关注市场的动向，不要让它们对长期持有的信念造成干扰……当然，对这些全然置之不理也是不明智的，但一定要小心，不能让它们对个人的整体倾向产生太大影响。

在发生危机时，金钱会从弱者手中流向强者手中，这是市场上一个不言而喻的道理。因此，训练有素的投资者必须像查尔斯·芒格建议的那样，培养出一种“不急不躁地持有股票的性格”。

迅速决策

来得慢的1先令不如来得快的6便士。

——英语谚语

PR金融公司是凯恩斯与“狐狸”福克共同创建的最早的贸易公司之一，成立于1923年初，主要从事商品期货投机业务。公司名称中的首字母来自希腊的谚语：Panta rei, ouden menei（万物皆流，无物永驻）。之所以取这样一个名字，大概是为了向这个无常的商品期货市场致敬吧。同样，在股票市场上，一切也都处于流动的状态。不仅股票价格跳动不休，内在价值也随着影响企业的环境的变化而变化。因此，价值投资者不能因自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取了长期投资策略就忘记了要随时保持警觉，而应随时注意股票价值相对于价格发生的变动。

“保持安静”的投资理念——只有在股票的内在价值和现价之间存在巨大差值时才进行投资——绝不意味着自鸣得意的或是被动的投资方式。在担任国家共同人寿保险协会主席时，凯恩斯反复强调，投资者切不可采取“买过即忘”的一劳永逸的投资策略：

> 如果一个懒散的投资者对自己所持股票的态度非常固执，就算事实和环境都已经发生了变化，也拒不改变自己的意见，那么长期而言，他必将遭受重大损失。

凯恩斯断言，价值投资者必须“一直保持警醒，不断修正先入之见，持续对外部环境的变化作出反应”。他暗示说，在股票市场投资中，成功的代价就是要永远保持警醒。

与那些注视着众多股票动向的市场参与者相比，聪明的投资者对于其投资的相对价值的变化更为敏感，因为他们只关注自己能力范围之内的少数几只股票。通过维持一个相对集中的股票池，价值投资者能够就某只股票的价值作出更好的判断，并果断采取措施。一位观察家研究了凯恩斯在国王学院切斯特基金的投资手法后写道：

> 国王学院的投资手法很重要的一点是，当一个大好机会出现时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们就会“全力以赴”。决策迅速是他们投资策略的显著特征，其原因就在于凯恩斯的存在。

尼古拉斯·达文波特是国家共同人寿保险协会的董事会成员之一，他对于凯恩斯的成功是由于他能够“比别人抢先一步”的提法表示同意，他还表示：“在股票交易赛场上，我从未见过谁的起跑速度能有这么快。”如果操作得当的话，价值投资与凯恩斯钟爱的板球运动差不多，大部分时间枯燥无味，但是偶尔会需要一段时间的剧烈运动。

减少借贷

放贷的人都是迷信派，严格遵守设定好的日期与时间。

——本杰明·富兰克林，《穷理查年鉴》

20世纪20年代末是一段激情四溢的时光，那时凯恩斯依然抱着惯性投资的教条不放，不断地预测他人的预测，频繁地进出市场；而且，在他的投资组合中，有超过半数是靠借款支撑的。他的想法是，通过借钱在货币、商品和股票市场投机，可以让自己在金融交易中以杠杆交易的方式获取有利地位——如果预感变成现实，资本利得就会成倍增长。尽管在那些日子里，凯恩斯也有过零星的几次投机成功的经历，但就像欧文·费雪、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆以及其他在大繁荣期间操作信贷的数百万其他人一样，他最终发现，杠杆也会起反作用。

举一个极端的例子。如果一个投资者以10%的保证金买入一只股票（也就是说，买入股票的资金有90%都是借来的），那么要想使自己原先投入的资金翻倍，就必须要求股票价格有10%的增长。然而，随着潜在回报率的升高，风险也相应地升高了。如果股票价格出现10%的下跌，投资者的全部投资就一分不剩了。杠杆在市场上升时能带来好运，但在市场下跌时却也能带来灾难。保证金贷款和其他形式的信贷是很多投机者工具箱里的必备之物。由于保证金率不高，借款投资让他们提高了在股票市场上的赌注。杠杆的力量给这些博弈者提供了大幅增加资本盈利的机会，而且“市场流动性”又带给他们这样一种幻觉：一旦事情变得棘手，他们总可以从逃生通道全身而退。

然而，当所有人同时挤向逃生通道时，真正能有几个人逃生也就不得而知了。那些相信自己能够预卜市场情绪变化的人往往会在市场情绪急转直下时被打得措手不及。广而言之，经验证据并不能找出任何一个能对20世纪发生过的某些大规模市场“矫正”（1929年10月的大崩溃、1987年的“黑色星期一”、2000年3月的互联网泡沫破裂）进行解释的新闻要素。这些持有杠杆头寸——市场敞口已经远远超过了真实资本来源——的投资者很快就会发现，自己已经陷入了无力偿债的境地。对此，沃伦·巴菲特冷冷地说：“只有在潮落时才能看出谁在裸泳。”

价值投资者（那些因预期股票价格长期而言会升至其内在价值水平而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入股票的投资者）尤其会受到借款投资的制约。凯恩斯说，市场上的非理性有时会持续很长的时间，还没等理性回复，那些博弈者可能就已经破产了。艾伦·格林斯潘曾发表过关于“非理性繁荣”的著名讲话，而在他讲这番话整整3年之后，互联网泡沫才最终破灭。因此，价值投资者必须作好准备，在相当长的时期内耐心等待股票市场的称重器功能压倒计票器功能。凯恩斯在后来总结道：

价值投资者（那些因预期股票价格长期而言会升至其内在价值水平而买入股票的投资者）尤其会受到借款投资的制约。

> 一个不打算理会市场短期波动的投资者需要更多的资源以策安全，而且一定不能大规模借款投资——即使非借不可。

从20世纪20年代至30年代早期，凯恩斯差不多就是一个“债务瘾君子”，然而在投资生涯的后半段，他大幅削减了借款幅度。在他生命的最后几年里，贷款只占他全部投资资产的10%左右。这种金融保守主义被伯克希尔·哈撒韦公司继承了下来。按照查尔斯·芒格的说法，该公司“胆小得很，不敢用保证金的方式购买股票”。同时，芒格还建议说：“借款的最理想方式就是，保证不会有任何暂时性因素会对你造成干扰。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过度自信

我现在依然会不可救药地对他人的感受和行为赋予一种不现实的理性……

——凯恩斯，《我早年的信念》

价值投资者在做出投资决策时需要保持一种平心静气、客观公正的心态，这样就可以不受动物精神和短期主义的危害。正如沃伦·巴菲特所言：

> 在投资游戏里，智商160的人不见得会击败智商130的人……如果你已经拥有了普通程度的智力，你所需要的就只是控制冲动的品性；很多人都因冲动在投资过程中深陷泥潭。

若要培养出正确的品性（用巴菲特的话说，就是能够将“优异的商业判断”和“把自己的思想、行为与市场中盘旋着的极易传染的情绪隔绝开的能力”结合在一起的品性），需要投资者只关注两个变量：股票的价格和内在价值。

尽管对市场总是能对股票正确定价的能力有所怀疑，聪明的投资者仍然会对前景保持较为谦卑的预期。他们不仅会接受很多时候市场在定价方面都近似有效这一事实，而且还坚定地只选择自己能力范围之内的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，他们也不会染上过度自信的毛病。亚当·斯密在他的经典巨著《国富论》中挖苦地说道：

> 大多数人对于自己的才能总是过于自负……而且……对自己的幸运妄加猜测……身体精神相当健旺的人，对自己的幸运总不免抱有几分自信。每一个人对得利的机会都或多或少地作了过高的评价，而大多数人对损失的机会作了过低的评价……

经验证据对斯密的洞见提供了支持。人们往往会夸大自己的技能（以日常生活为例，远超过半数的受访司机认为他们的驾驶技术优于平均水平），并对未来事件抱持过于乐观的态度（比如说，研究表明，参加电视游戏节目的人通常会大幅高估自己在游戏中取胜的机会）。

不为情感拖累

……在股票市场中，有关任一情境的事实都要通过人类情绪这一帘幕来表达。

——伯纳德·巴鲁克，《巴鲁克自传》

除了过度自信和过度乐观之外，还有一些其他的认知偏见可能会对投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的行为造成影响。其中最重要的，大概可以说是“禀赋效应”，即人们为自己所拥有的物品赋予的“所有权贴水”。经济学家理查德·塞勒曾做过一个简单的实验。实验中，受试者对于自己已经拥有的物品的平均报价，例如咖啡杯，比同样的但不属于他们的物品的报价要高出两倍还多。这个实验表明，人们放弃某种已经拥有的物品所要求的补偿，要远远高于为了获得这件物品所愿意支付的价格。

类似地，很多股市博弈者投入到股票当中的，似乎不仅仅是金钱那么简单。一只绩优的股票可能还具有正向的情感上的联系。于是，尽管该股票的价格已经超过了估测得到的内在价值，持有股票的人可能还不愿意卖掉他的“宠物”。相反，草率的投资者可能会极轻易地卖掉一只业绩差的股票，而不管其未来前景如何，就好像一个犯了罪的人急于处理掉会导致他获罪的证据一样。行为经济学家发现，相对于资本利得，同等数量的资本损失会造成双倍的情感冲击。有鉴于此，更可能的情形是，某些持股人甚至不愿意卖出绩差的股票，即便这些股票已经不大可能会有起色，因为一旦卖掉，浮亏就会变成实亏，说明他们最初的投资决策是错误的。

聪明的投资者不会受到此类情感转移的影响，并且会牢记巴菲特说过的一句尖刻的话：“股票不会知道你拥有了它。”价值投资者关注的是股票的感知价值，以预期未来现金流为基础做出决策，而不会对原始买入价格念念不忘。如果投资者非要把自己

价值投资者关注的是股票的感知价值，以预期未来现金流为基础做出决策，而不会对原始买入价格念念不忘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情感与某一数字联系在一起的话，那也应该是预期未来收益而不是历史价格。做出买入、卖出或持有某只股票的决策应该以“理性的策略”为基础，这个策略不能受到动物精神的侵染，也不能为情感包袱所拖累。价值投资者毫不动摇地把注意力放在企业的经济状况之上，归根结底，他们是“证券”分析师，而不是“不安全感”分析师。

保持客观和坚定

……尽管在其他领域，激情或许是达成伟大成就必不可少的因素；但在华尔街，激情几乎无一例外地会导致灾难。

——本杰明·格雷厄姆，《聪明的投资者》

意识到这些心理习惯之后，价值投资者会在自己的能力范围之内勤奋努力，践行巴菲特所谓的“情感规训”，只与那些表现出较大安全边际的股票打交道。在早期的一次媒体采访中，巴菲特把投资比喻成参加“一个大赌局……所有其他人都在狂饮”。他建议说，如果这个聪明的投资者能够坚定地持有百事公司（考虑到他后来的收购案，也可以是可口可乐公司）的股票，那么他的投资就不会有什么问题。查尔斯·芒格在致韦斯科金融公司（伯克希尔·哈撒韦公司的一个子公司）股东的一封信中，也表达了同样的看法：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像我们这样的人，无非是在持续地努力不让自己做蠢事，并没有要干什么聪明的事，然而我们却能够长期享有如此大的优势，真是令人惊叹。正如一句谚语所言，“善泳者溺”，我想这必定是有一定道理的。

人们曾一度这样谈到“狐狸”福克和他那些超级聪明的商业银行同事：“他们的头脑让他们变得很危险，因为他们犯错也比别人更快。”若要在股票市场获得成功，仅仅聪明是不够的。训练有素的投资者必须要有一个坚实而客观的投资决策框架，以及一种如凯恩斯所说的“有耐心、有勇气”的品性。同样，本杰明·格雷厄姆也说过“投资者最大的问题，或者说他最大的敌人，可能就是他自己”，并且他还建议，成功的股票市场参与者不仅要聪明，不仅要理解价值投资的原则，还要有“坚定的品性”，这才是最重要的。

投资者的品性比逻辑更重要

……相对于持有其他形式的财富的人来说，资本市场的现代组织要求那些持有证券的人更加勇敢、更加耐心、更加坚忍不拔。

——凯恩斯致国王学院财产管理委员会，1938年5月8日

这个曾声称金钱在经济理论中有着至高无上地位的人，在实际生活中却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很少想到它。对凯恩斯而言，金钱无非是实现某一目的工具而已，是通往生活的种种可能性的护照。正是由于对赚钱持有的这种模棱两可的功利主义态度，凯恩斯才能够以沉稳、老练的态度对待股市投资。凯恩斯意识到，要想在股市中获得成功，就不能因不断变化的价格——按照定义，这种变化是由最贪婪的买家和最神经过敏的卖家造成的——而心生旁骛。相反，投资者需要培养出一种“分寸感”，相信不管短期内怎样波动，长期而言市场终究会辨识出那些具有可持续收益能力的股票，并对这些股票进行奖励。

凯恩斯警告说，聪明的投资者必须独立思考，不要被众人的观点所左右。训练有素的选股者不能被海妖发出的股价不断变化的声音所诱惑，必须要在过度的活动和不负责任的不动中找到一条航线，破浪前行。市场对于放贷者的偿债时间表、衍生品的到期日或是经纪人的保证金要求全部一视同仁。因此，聪明的投资者绝不会过度举债或是过度依靠期权，因为那样无疑相当于听天由命。

从凯恩斯和巴菲特的方法来看，投资似乎是一个简单的游戏，但投资方法简单并不意味着这个游戏也如想象的那么简单。投资者必须不被市场的双相情感障碍倾向所影响，并确保自己不受动物精神的侵染。正如凯恩斯对一位同事所说的那样，成功的投资或许“更多地需要品性而不是逻辑”，套用巴菲特的话来说，就是“用大脑而不是腺体投资的能力”。有了对于“内在价值”和“安全第一”等概念的知识，了解了股票市场作为计票器和称重器的双重功能，聪明的投资者将能更好地培养出成功投资所需的正确品性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE KEYNES MUTINY

14

第十四章

认识市场中的凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对主流的叛逆

我同意这里面的每一句话——如果在每一句话前面都加上一个“不”字的话。

——凯恩斯评某政府备忘录

据说，在生命即将走到尽头的时候，凯恩斯又一次投入到了当权派温暖而又安全的怀抱中，而他也因为在垂垂老矣之时成了一个正统人士而受到了温和的斥责。凯恩斯对这样的指责并不理会。他以一贯的沉着泰然地说：“正统派最终还是找上了我啊。”在经历了与他经常冷嘲热讽的“稳健金融理论”无数次的战斗之后，最终凯恩斯得胜了，传统智慧正确地站在了他那一边。《就业、利息和货币通论》的核心结论——金融市场可能会出错，金融领域的扰动可能会给实体经济带来灾难，矫正此类差错需要政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府的干预——终于为人们所信服了，就如同仅仅几年之前人们信服经典教义一样，而在接下来的30年里，整个发达国家世界全都臣服于凯恩斯主义的统治。

然而，凯恩斯对于股市投资的观点成为主流所花的时间却比这长得多。直到最近，正统金融理论还固执地认为，现代金融交易可以有效地为证券定价，每只股票都差别不大，多样化确实是股市投资者最可信赖的谨慎策略。由于“行为金融学”——把心理学与经济学相结合的交叉学科——的出现，完美无缺的经典经济学的童话世界终于被颠覆了。在那个童话世界里，所有的人不仅始终如一地理性，而且还像神一样无所不知。《就业、利息和货币通论》又一次预示了思想革命的来临。

然而，就如同凯恩斯所断言的那样，投资原则只有真正应用到实际操作中才能体现出其价值。一旦情势发生变化，凯恩斯本人随时都准备改变自己的观点。在这一点上，他和温斯顿 · 丘吉尔（时而和他吵得不亦乐乎，时而又是他的盟友）差不多，从来不会因为“食言”而消化不良。作为一名一以贯之的实用主义者，他每年都会对自己的投资绩效进行一番分析，“一方面是为了把我们在（股市）的经历与其他投资者进行一番比较，另一方面是为了发现我们有哪些教训需要汲取”。用凯恩斯自己的话来说，这些事后反思的价值，不仅在于能够确定“令人满意的结果从哪里来”，还在于能够找出哪些地方的表现尚有待提高，这一点也许更为重要。

因此，我们在关于凯恩斯股市经历调查的最后一部分，为了表达对他的敬意，包括了对他的非正统投资理念的概述和对他的股市表现的评价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握“市场先生”的情绪

如果上帝不想让它们被人剪毛的话，就不会让它们生而为绵羊了。

——卡尔维拉，电影《七侠荡寇志》中的匪首

本杰明·格雷厄姆用拟人化的手法把这个非理性的股票交易市场称为“市场先生”。格雷厄姆最负盛名的弟子沃伦·巴菲特则给我们简要地描摹了一幅“市场先生”的肖像：

>（“市场先生”）有一个无法治愈的毛病，那就是他的情绪很不稳定。有时候，他会特别高兴，这时他只会看到影响企业的有利因素。在这种情形下，他会报出一个非常高的价格，因为他害怕你会抢走他的权益和即将到手的利润。但有时候，他的情绪会特别消沉，除了摆在公司和世界面前的困难什么也看不见。在这种情形下，他会报出一个非常低的价格，因为他很怕你会将手中的权益全都塞给他。

“市场先生”是个谜一样的人物，个性上存在着很多病态。由于周期性地受到“非理性心理波动”的折磨，他时而热情高涨，时而又抑郁消沉。“市场先生”还可以变身成为“脱线先生”，一个严重近视的家伙，天生就不能以长远的眼光看问题。而且，他还会发生身心交感的情形，思维上的紊乱不仅会影响到股票市场，还会影响到实体经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在契约法中，与头脑不健全的个人签订的合约通常而言是不具有法律效力的。然而在股票市场这个狗咬狗的世界里，如果有谁周期性地发狂，投资者们却可以随便去盘剥他。聪明的投资者不会被短期的价格波动或是“市场先生”没完没了的叫嚷所影响，相反，他们会全神贯注于企业的基础价值。事实上，“价值投资”这种表述显得有些累赘，因为所谓的真正的投资（与投机相反）已经包含了对内在价值的评估。价值投资者知道，股票在某一刻的价格是转瞬即逝的，无非是纷纭的观点和情绪的一个快照。正因如此，他们只会把“市场先生”报出的价格当做进入或退出市场的参考点。

对于训练有素的选股者来说，价格趋势以及市场上的流行时尚都无关紧要。相反，他会运用独立自主的分析，并依此做出投资决策。聪明的投资者如果买入，那一定是因为价值的原因。别人犯错的时候，也正是他们获利的时候。对这些人来说，股票不仅仅是挂表上的点或线，而且是真正能够带来商品和服务的实体。伯克希尔·哈撒韦公司开年会的时候，巴菲特会大饮可口可乐，给公司旗下的珠宝店打折，为公司的糖果店促销，以此让股东们获得公司持有的股份所代表的具体形象。价值投资者关注公司的属性，尤其是未来收益。每当“市场先生”扔掉其会计师的眼罩，戴上派对的礼帽，或是穿上代表哀恸的黑袍，他们就会开始细心地寻找那些定价错误的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的旁观者

兵之形避实而击虚。

——孙武，《孙子兵法》

凯恩斯在股票市场上的经历看起来就像是一出道德剧。一个野心勃勃的年轻人，不辞劳苦，但却犯下了过分骄傲这宗古老的罪，在狂热追逐财富的过程中几乎失去了一切。碰壁之后，我们的主角开始变得谦恭；有了经验之后，他变得更加聪明，并把自己令人赞叹的智慧应用到事业当中，从而发现了那条真正能够通往股市成功的道路。一个曾经说过“长期而言，我们都难逃一死”的人，如今却摇身一变戴上了价值投资者的面具，对股市中持短期观点的人嗤之以鼻，这多少带有一些讽刺的意味。化身为价值投资者之后，凯恩斯的目光穿越了短期价格趋势和时间，把关注投向了股票的长期收益潜力，并采取了稳健持有“宠物”股票的投资策略。

价值投资不仅要求投资者能够辨识出那些价格与合理估测出来的未来收入流之间存在较大空间的股票，往往还要求投资者能够抵抗得住大众情绪的洪流。价值投资者都有长远的投资眼光，能够安心地等待一刻不停地变化着的股价最终与收益现实达成一致。凯恩斯有关投资组合集中化的补充让原本就闪亮的价值投资理论更加熠熠生辉。这是一种把所有的鸡蛋放在少数几个篮子里的策略；虽然巴菲特采取的就是这一策略，但也有一些有名的价值投资者并没有采取这一策略，比如本杰明 · 格雷厄姆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1938年，在致国王学院财产管理委员会的备忘录中，凯恩斯对他的股市投资理念进行了最为精练的总结：

我相信，投资成功与否取决于以下三个原则：

第一，仔细选择几项投资（或几种类型的投资）。与几年后可能出现的实际价格以及投资项目的内在价值相比，应确保该项投资目前的价格非常低廉；同时还要与其他可供选择的投资项目进行比较。

第二，不管市场如何变化，长期、稳健、大量持有这些股票，也许要坚持几年，直到我们的投资目的达成，或者有明确证据表明此次投资是一个错误。

第三，平衡的投资组合，即包括风险水平不同的股票（尽管某一股票的比重可能相对较大），如果可能，要包含风险方向相反的股票（比如说，在持有其他股票的同时，持有黄金股票；因为当大市出现波动时，黄金股票的风险往往反向变动）。

事实上，凯恩斯的建议可以看做是股票市场上的一种柔术。投资者不要想着跑在反复无常的乌合之众的前面，试图提前预测股市是牛市还是熊市。与之相反，凯恩斯认为，对于训练有素的投资者而言，更好的办法是有效利用非理性市场的动能并从中获

对于训练有素的投资者而言，更好的办法是有效利用非理性市场的动能并从中获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。价值投资者既不会跑去增加市场的波动性，也不会在阴晴不定的市场情绪中左摇右摆。他们会远远地站着，看市场如何动荡，等着它失去平衡。一旦有“良驹”（或“满贯全垒打”）从过度繁荣或过度悲观的市场中出现，聪明的投资者经过判定之后（属于自己的能力范围之内且自信有足够的安全边际），就会果断采取措施，投入相对较大数额的资本进行交易。

核心投资法则

什么都能引起他的兴趣，因为在智慧与蠢行的冲突中，他头脑中的一切思想全都能在转瞬间各就各位，各得其所。

——财政部同事评凯恩斯

凯恩斯在股市中的活动只不过是他极其丰富的人生中的一个侧面。据《纽约时报》刊发的凯恩斯讣告，作为经济学家和政治家，他取得了有目共睹的成就，并因此蜚声国际。同时，他在其他领域的兴趣也非常广泛，令人惊叹。

他是一流的议会演说家，一位历史学家，一位音乐、戏剧及芭蕾舞爱好者。负笈剑桥大学期间，他创办了艺术剧院，因为他想要有一家好的剧院可以去。他还是一个成功的农夫，一个草类饲料培育专家。

凭借自己渊博的知识和独辟蹊径的勇气，凯恩斯提炼出了一系列的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资法则，这些法则不仅给他带来了巨量财富，也为广大股市投资者提供了一个很好的模板。

按照凯恩斯提出的6项核心投资法则——世界上一些最成功的股市投资者极为推崇这些法则，价值投资者应该：

- 关注单只股票估测的内在价值（通过股票的预期收益进行计算），不要试图去预测市场趋势。
- 在买进股票时，要确保有足够大的安全边际——股票的内在价值与价格之间的差值。
- 在对股票进行估值时，运用自己的独立判断，这也就意味着通常要采取逆向操作策略。
- 稳健持有股票，限制交易成本，不要理会不断变化的价格的影响。
- 采取投资组合集中化的策略，将相对较大部分资金集中投在几只“良驹”股票之上。
- 培养适当的品性，在“沉着耐心”和果断行动之间找到平衡。

凯恩斯的投资法则非常简单，不但让人觉得轻松释然，而且第一眼看上去似乎只是一些常识而已——尤其是与现代金融理论高深的数学运算和复杂的概念相比。价值投资并不依赖于“β”、“资本资产定价模型”或是“优化投资组合”等学院派秘技。事实上，价值投资只关注两个变量：价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格和内在价值。正如沃伦·巴菲特所言："这有点像在神学院学习了8年之后，突然有人来告诉你其实只要懂得十诫就够了。"

对于传统观念潜移默化的力量及其"深入我们大脑各个角落"的能力，凯恩斯心知肚明。尽管近年来不断有行为金融学之类的新学科兴起，正统理论仍固执地坚持金融市场大体而言是有效的。巴菲特就曾无可奈何地表示："就算轮船已经环球航行，相信地球是平的人还是会有很多。"不过，远有凯恩斯，近有沃伦·巴菲特，这些价值投资者持续的成功也许正是正统教条之不足的最有力证明。

市场中的凯恩斯

要等旅程结束之后才能对结果作出判断。

——凯恩斯致国家共同人寿保险协会的一位董事，1938年3月18日

如同在金融角斗场中一样，凯恩斯在这个更为广阔的世界中也有着极为广泛的兴趣。他不仅以各种身份——以个人身份、以学院财务主管身份（有较大裁量权）或以董事会成员身份（对投资决策的影响较小）——参与过投资和投机，他的金融活动还涉及了很多不同形式的金融资产，比如猪油和优先股股票。就我们的目的而言，最重要的是，凯恩斯的投资手法在大崩溃前后也发生了重大的变化——从关注市场时机的策略转变为更有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分寸的价值投资策略。

这种兼容并包的方法，尽管为他自己的投资理论打下了非常坚实的基础，却也突出表明了选择一个适当基准来评估凯恩斯股市表现的重要意义。凯恩斯所参与创设的某些金融机构，比如PR金融公司，都可以不必理会，因为这些机构都是为了货币或商品期货投机而设立的。还有一些金融机构也可以忽略不计，因为他在其中担任投资顾问或董事的任期非常有限。比如说，凯恩斯离开他与“狐狸”福克共同创立的AD投资信托公司是在1927年底，恰在他向价值投资者转型前夕。同样，在20世纪30年代中期担任独立投资公司管理职务期间，他也并没有积极承担起管理者的角色。从该职位退下来之后，他去了国家共同人寿保险协会，担任董事会主席职务，时为1938年。

在担任某些职务时，凯恩斯也受到机构惰性和固执而保守的心态的掣肘。伊顿公学的校长给凯恩斯的一封信描述了群体决策的纷乱情形：

> 我发现校管会的会议通常都是非常有趣的。我喜欢听你以赤裸裸的利欲之心推荐南方优先股股票；喜欢看卢伯克听你建议时那一丝不苟的清教徒态度；喜欢看里德利搪塞推托的样子，他虽然嘴上同意卢伯克的看法，但在投票时却总是站在你的一边，就如同一个时常悲伤的人也会有高兴的时候一样，他偶尔也需要下一点小小的赌注。

凯恩斯主张“逆流而动”，这就使他经常受到来自其他董事会成员的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强烈的阻挠。凯恩斯曾满怀厌倦地说："所有的正统建议都太昂贵了，而所有的非正统建议又太非正统了，我已经没什么气力再提出什么更进一步的建议了。"

切斯特基金的优异成绩

至于铁路股票，它们终于贵到连弗朗西斯都想买的地步了，这真是太有趣了。

——凯恩斯致一位股票经纪人，1943年1月

只有在两家公司的时候，凯恩斯的主要职责是投资，投资的主要目标是股票，并且在投资决策中，他保有相当大的裁量权。其中一家是普罗旺斯保险公司，这家公司规模不大，按照凯恩斯的说法，"本质上差不多属于一个家族企业"。《凯恩斯文集》的编辑唐纳德·莫格里奇曾这样写道：

> 1930年后的几年里（凯恩斯）担任（普罗旺斯保险公司）董事时表现非常活跃……在投资方面，在董事会每月例会确定好的原则框架下，凯恩斯几乎拥有全部的裁量权，并能够成功地说服其他人，让他们认同股票投资的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1938年，在给普罗旺斯保险公司董事会的一份备忘录中，凯恩斯颇为志得意满地表示，在他的指引下，公司投资绩效“漂漂亮亮地打败了”类似的市场指数。然而，1940年之后，凯恩斯被召回到财政部，他对于该公司董事会的影响也就降低了。

毫无疑问，评估凯恩斯在股市表现的最好基准，就是国王学院的切斯特基金，这是因为该基金主要关注的就是股票，而且该基金的管理权一直都属于凯恩斯，直到他去世。切斯特基金创立于1920年6月，资本总量为3万英镑，是当时为数不多的几只获准投资股票的大学基金之一。凯恩斯正是利用这一点达成了令人叹为观止的投资成果。以1931年为基年（应该承认，这一年度是该基金财富总量的一个低点，不过据信凯恩斯就是从这时开始采用价值投资手法的），到1945年，切斯特基金在这15年里几乎增长了9倍，相比之下，标准普尔500指数的回报几乎为零，而同期伦敦工业指数只增长了1倍。

考虑到切斯特基金所产生的全部收益都用于学院的建筑修缮和偿还贷款这一事实（换句话说，该基金从1920年的3万英镑增长到凯恩斯去世时的38万英镑，其中的资本增值仅包含了投资组合的资本利得），该基金大幅领先其他指数的业绩也就更加引人侧目了。对于切斯特基金绩效的实证研究表明，尽管大市的波动性要大得多，“基金的绩效却明显优于大市”。这项研究的作者们写道：“以现代的投资绩效评估手段为基础，证据表明凯恩斯是一个非常杰出的投资组合经理，‘以相当大的优势打败了市场’。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯的成功投资

准则1：绝不要亏钱。准则2：绝不忘记准则1。

——沃伦·巴菲特

在凯恩斯的股市表现中，有两个明显可辨的趋势：第一，用他的传记作家罗伯特·斯基德尔斯基的话说，“投资越是直接受控于凯恩斯，其绩效就越好”；第二，从20世纪30年代初以来，其投资绩效有非常明显的提升。唐纳德·莫格里奇在评估凯恩斯个人所持股票的表现时曾这样说道：

尽管在20年代期间，凯恩斯在市场中常不得志，但在1929年之后的30个有统计资料的会计年度里，其间有21个年度他的投资绩效都要好于市场，而且累计而言，领先幅度还相当大。

凯恩斯把他在股票市场的成功归功于“安全第一”策略，因为正是凭借这一策略，他才得以“避开令许多投资清单遭到破坏的‘劣马’”。在致普罗旺斯保险公司一位同事的信中，凯恩斯解释了最小化损失的重要意义：

……从未有过一例大规模损失的案例。市场上的价格虽经历了几番大的动荡，但主要的几个投资项目的绩效却没有什么波动，而且最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终结果都相当好。因此，鉴于盈利不断累积，相对也就很少有什么损失需要我们去对冲。几乎所有大规模投资的绩效都还不错。

凯恩斯的投资绩效表明，成功的股市投资是（借用查尔斯·埃利斯书名的说法）“输家的游戏”。投资者最重要的任务就是避免出错。要想做到这一点，首先要确保在自己的能力范围之内活动；其次，在买进每只股票之前都要确保存在相当大的安全边际。本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中这样评论道：“投资者真正可怕的损失……总是由于投资者在买入普通股时忘了问一句‘价值几何’而造成的。”

投资中的问题

我能之所以在股市中赚钱，是因为我出货够早。

——伯纳德·巴鲁克

如果说某些时评家曾对凯恩斯的投资绩效挑毛病的话，那是因为他明显缺乏合理处置价格过高的股票的能力。曾有一位学院派人士把凯恩斯描述为“一个独臂的逆向操作投资者，能够在低位时买进，却从未能在最高位时抛出”。也就是说，他虽然能够发现定价过低的股票，但在抛弃价格过高的股票时身手却没有那么利落。凯恩斯也许意识到了自己这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种在“宠物”价格已经变得太贵（按照自己的价值投资原则来考量）时仍继续持有的弱点。在写给国王学院的一份事后分析报告中，他为自己进行了如下辩护：

> 每个人都可能会或者说肯定会觉得自己在卖出“宠物”股票时手太慢了，毕竟这些股票曾经涨得很好。不过，关于这一点我并没有太多自责。在我看来，如果太早卖出的话，更有可能会丧失一个极好的交易。

1936年初，凯恩斯在国家共同人寿保险协会单位持有人年会上说道，英国工业股价格已经很高了，而且还认定：

> ……当前应该无限期地停止买入工业类股，不仅如此，大规模的调整也即将到来。虽然并没有很多人相信这一点，不过每个人都希望能不失时机地跟着他人出清这些股票。

尽管凯恩斯的观点非常明确，但他还是留下了大部分的股票。1937年股市经历了又一次剧烈的下挫，他的投资组合遭受了巨大的损失。

凯恩斯这种过长时间持有“宠物”股票的倾向也许与他极其乐观的天性有关。克莱夫 · 贝尔曾这样评论道：“如果梅纳德真能保持超然的态度，那么他的判断就会同他的智慧一般强而有力；然而，梅纳德却是个不可救

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

药的乐观主义者。”当然，在某种程度上，所有的投资者都是乐观主义者，因为他们宁愿推迟现期消费，把资金投入到未知的未来中去，希望能获得某种回报。沃伦·巴菲特坦承自己也有一样的毛病，当然，真实发生的情形却并不多见。在互联网泡沫破裂后，他曾这样忏悔道：“在大泡沫时期，我犯了个错误，没有卖出那几只重仓股票。”凯恩斯和巴菲特在这方面犯下的疏忽错误对投资者是一个警示。查尔斯·芒格强调说：“如果你坚持持有定价过低的股票，那么在股价逐渐趋近真实价值的时候，一定要适时更换。”

失败的谈判

在华盛顿，哈里法克斯勋爵与凯恩斯私语：“没错，他们有的是钱袋子，但我们有的是脑子。”

——英国贷款谈判团成员之间传递的纸条

1940年夏，对凯恩斯来说，时间的巨轮似乎在全速前进。战争已于前一年拉开序幕，凯恩斯又回到了财政部。1942年7月，他向罗素·莱芬韦尔哀叹道：“我又回来了，像循环小数一样，在同样的位置，为了应付类似的紧急情况，做着类似的事情。”如同在“一战”中一样，英国又一次需要拜伏在山姆大叔的脚下，向他求援，而这一次，与美国进行贷款谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判的任务交给了凯恩斯——这是财政大臣下达的一项“巡回任务”。这位英国人中的精英，这位腰缠万贯的富豪，被派去华盛顿，代表他的国家同美国人谈判。

尽管身体状况欠佳，凯恩斯还是以极大的干劲和十足的神气接受了这项任务。谈判甫一开始，凯恩斯的表现就让一同赴美国进行贷款谈判的经济学家莱昂内尔·罗宾斯感到目瞪口呆：

> ……凯恩斯必定是有史以来最非凡的人物之一——明快的逻辑、迅捷的直觉、生动的想象、开阔的视野，尤其是对贴切措辞之无与伦比的敏感，这一切浑然融为一体，令常人可望而不可即……这位上帝一般的访客口若悬河，身上仿佛散发着金色光芒；美国人坐在那里，像神魂出窍一般。

尽管罗宾斯眼前出现了如此的神奇景象，但凯恩斯的魔法仍然落空了，顽固而实际的美国代表团几乎不为所动。凯恩斯（像丘吉尔一样，最初对于这些“操英语的人”口头表达的兄弟之情抱有非常坚定的信念）越来越感到挫败和沮丧，他认为美国这个公认的盟友提出来的条件太过严苛了。

凯恩斯称他一位驻美国的财政部同僚“能够用几种语言保持沉默”。尽管对同事极具说服力的沉默表达了钦敬之情，凯恩斯本人却并没有半点这种颇具外交手腕的矜持。他与美国人的争执越来越激烈。凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强烈不满对方势必要挖掉英国“心头肉”的姿态，而美国代表团在与英国人——旧大陆上的狐狸——过招时则时时小心；很多美国人相信是英国人“哄骗”美国加入了第一次世界大战，并且随后厚颜无耻地违约，拒绝偿付战争贷款。詹姆斯·米德后来写道，凯恩斯和哈里·德克斯特·怀特——国际货币基金组织和世界银行的共同缔造者“唇枪舌剑，争执不休，双方言辞越来越不友好，声音越来越高，最终不得不在混乱中宣布休会”。

战后，凯恩斯的任务如果说有了变化的话，那就是变得更为艰难了。1945年7月，英国工党出人意料地以绝对优势击败了丘吉尔领导的保守党，而美国则更加小心谨慎，不愿意贷款给新成立的政府。在此种压力之下，凯恩斯打报告称他的身体显示出将要“精疲力竭的不祥征兆”。他的健康变得非常脆弱。事实上，1944年中期，一些德国报纸在得知他又犯了一次心脏病之后就已经提前刊发了他的讣告。与马克·吐温当时的情形差不多，有关凯恩斯死亡的报道全都被提前了。在经历了6次远赴美国谈判的痛苦折磨，构建了一个新的全球货币体系架构之后，凯恩斯的身体已经衰弱不堪，几近油枯灯灭。他极力倡导的国际货币体系、建立在他的理论体系之上的全球经济繁荣，甚或是他曾参与谈判的挽救了这个国家的贷款分期偿付方案，他都无缘亲见了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对股票投资的信心

恐慌、猜忌充斥着我们的头脑，我们就像忧郁症患者一样，对待任何事物都畏首畏尾，最后只好把自己关在屋子里，不问世事。然而我们并不是行将就木之人，我们正处于心智健全、精力充沛的成长阶段，我们需要的是生命活力的激发，在我们面前没有什么值得害怕。相反，未来为我们准备的是大量的物质财富、和谐的经济自由和幸福的个人生活，这比以往任何时候我们享有的要多得多。

——凯恩斯，《劝说集》

1946年5月2日，凯恩斯追思会在威斯敏斯特教堂凯恩斯的陵墓前举行。与凯恩斯的妻子莉迪娅及其他家人一同参加仪式的，还有来自各界的与他打过交道的人士：首相、英格兰银行的董事、伊顿公学和国王学院的校长及同事、艺术委员会的同事、过去的学生和布鲁姆斯伯里派硕果仅存的一些成员。为了避免出现“金融上的敦刻尔克”，同时也为了建立一个新的全球货币体系，凯恩斯连续不断地出使美国，过度的劳累令他体力不支，最终在复活节星期日与世长辞。凯恩斯也是第二次世界大战的殉难者。莱昂纳尔·罗宾斯说，凯恩斯“毫无疑问与在战场上牺牲的军人”死于同样的事业。

凯恩斯的生命轨迹就是一个圆圈——当年的浪子终于又回到了充满感激之情的当权派的中心。相比当年那个世界，那个凯恩斯还在剑桥大学读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书——凯恩斯在那里度过了很多充满希望的、无牵无挂的时光——时的世界，那个布鲁姆斯伯里派刚刚诞生的世界，如今这个世界已经面目全非，几乎无法辨认了。大不列颠帝国的太阳已经快要落山了。这轮太阳曾经骄傲地把这个地球上1/4的土地染上了帝国的粉红色。印度事务部——凯恩斯首次参与政府公共服务的地方，在接下来的一年里就要停业了，因为就在这一年，印度次大陆摆脱了英国的统治。仅在凯恩斯去世的一个月之前，在美国的一次演讲中，刚刚下台的丘吉尔就曾警告过，“铁幕”即将降临欧洲大陆。这个已经厌倦了战争的世界进入了另一个时代，一个充满了新的焦虑和恐惧的时代。

对于那些未经世事磨炼的人来说，凯恩斯自己也变得让人认不出来了。这个不谙世故的美学家成了一位富豪、一位勋爵、一位创立了几家投资公司的金融家、一位为国家服务的特使。但是，从使徒到“变节者”的这个旅程其实是虚幻的。从很多角度来看，凯恩斯后来的生命历程都可以看做是为重寻爱德华七世时代那种无忧无虑的生活而做的努力。那是一个神话般的时代，那时的年轻人慵懒地在剑河中划船，谈论生活中精致而深刻的事物。凯恩斯始终保持着乐观，相信这个社会是可臻完美的——这在当时是一个很有代表性的观念。他曾经充满反抗精神地宣称：“进步已经成了一个被玷污的教条，被煤渣和火药染成了黑色，但我们并没有因此而抛弃它。”凯恩斯在公共领域的努力全都是为了解决经济上的问题，使得人类能够“不但活得聪慧，还能活得惬意”。在个人领域中，他努力赚钱也是为了同样的目的——金钱只是保障优裕生活的一种手段，仅此而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在相当大的程度上，凯恩斯已经亲身实践了他自己的主张。在动荡的年月里，他把信心和愉悦带到了股票投资这一领域，他以身作则地向投资者们表明，要拥抱不确定性，不要被它吓倒。曾在“二战”期间与凯恩斯共同在国王学院担任防空任务的弗里德里希·冯·哈耶克写道，凯恩斯“是我所认识的一个真正了不起的人物”。作为投资者所取得的成功在其阅历丰富的一生中的地位其实微不足道。他一生中唯一的遗憾是什么呢？有人讲，凯恩斯在生命最后时刻回顾自己的成就和失意时曾伤感地叹道：“我多么希望我能多喝一些香槟！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



梅纳德·凯恩斯曾说过，他的创造性思维最初始于他头脑中“灰色的、混乱的、模糊的怪物”。而在经过一番颇为艰难的努力之后，这些思想才逐渐成形并被赋予意义。

在撰写本书的过程中，我也同样遇到了我自己头脑中的“模糊的怪物”。而在众多人的帮助之下，本书最终得以面世。在这里，我要特别感谢《聪明的投资者》及其网站的史蒂夫·约翰逊和剑桥大学贾奇商学院的戴维·钱伯斯博士，感谢他们对本书初稿所作的评注。此外，我还要感谢剑桥国王学院档案中心的帕特丽夏·迈克奎尔和伊丽莎白·埃尼恩，感谢她们给予的大力支持，感谢她们的帮助和幽默。

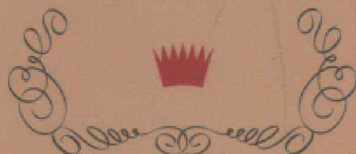
自本书筹划至最终出版，约翰·威利父子出版公司一直保持着它一贯的高效。在这里，我要特别感谢该出版公司的戴维·普格、凯利·奥康纳、米歇尔·菲茨杰拉德、史黛西·斯玛尔和凯文·赫姆，感谢他们的建议和耐心。

最后，我还要衷心感谢卡梅尔，感谢她给予的支持和鼓励，让我沉迷于本书的创作之中，力图还原一个真实的股市中的凯恩斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名经济学家的睿智投资准则

大师的投资哲学，助你深刻把握投资真谛



凯恩斯与众不同的六大投资原则



◎大崩盘之后，不再推测市场走势，而是重估个股价值

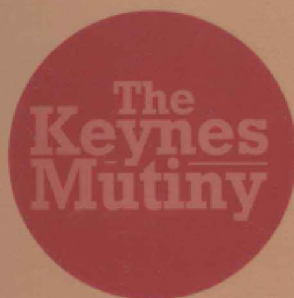
◎估算安全边际而不是脱手价格

◎不再盯着大盘走势频繁买卖

◎和多数人主张分散持股不同，凯恩斯集中投资少数股票

◎密切了解市场，做反向操作

◎保持果断和沉着的心态







www.publish.citic.com
定价：39.00元